

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE**

**PRÁVNICKÁ FAKULTA**

**DAVID NEUMAHN**

**PRÁVNÍ A EKONOMICKÉ ASPEKTY  
INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)**

**LEGAL AND ECONOMIC ASPECTS  
OF INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)**

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Vedoucí diplomové práce: **JUDr. Ing. Aleš Borkovec, Ph.D.**

**KATEDRA NÁRODNÍHO HOSPODÁŘSTVÍ**

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): **30. března 2016**

## **ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ**

Prohlašuji, že předloženou diplomovou práci jsem vypracoval samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze, dne 30. března 2016

David Neumahr

## **PODĚKOVÁNÍ**

Děkuji všem, kteří mi umožnili studium na Právnické fakultě Univerzity Karlovy v Praze a také všem, kteří mi jakoukoliv formou pomohli k vypracování této diplomové práce.

Zejména bych rád poděkoval vedoucímu mé diplomové práce, JUDr. Ing. Aleši Borkovci, Ph. D., jenž mi svým vedením a zkušenostmi pomohl zvolit správný postup a svým kolegiálním přístupem se podílel na zpracování této diplomové práce.

# OBSAH

<b>Seznam použitých zkratk</b>	<b>6</b>
<b>Úvod</b>	<b>7</b>
<b>1. Initial Public Offering (IPO)</b>	<b>9</b>
<b>1. 1. Kapitálový trh a akcie</b>	<b>9</b>
1. 1. 1. Kapitálový trh	9
1. 1. 2. Akciová společnost a akcie	12
<b>1. 2. Vymezení pojmu IPO</b>	<b>13</b>
1. 2. 1. Dělení IPO	15
<b>1. 3. Geneze a vývoj IPO</b>	<b>16</b>
<b>2. Právní úprava IPO</b>	<b>19</b>
<b>2. 1. Obecné právní aspekty veřejné nabídky akcií</b>	<b>20</b>
<b>2. 2. Právní předpisy Evropské unie ve vztahu k IPO</b>	<b>21</b>
2. 2. 1. Lamfalussyho směrnice	23
<b>2. 3. Právní rámec IPO v České republice</b>	<b>30</b>
<b>3. Proces prvotní veřejné nabídky</b>	<b>37</b>
<b>3. 1. Výběr trhu pro IPO</b>	<b>37</b>
<b>3. 2. Přípravná fáze</b>	<b>40</b>
3. 2. 1. Manažer emise neboli underwriter a jeho výběr	41
<b>3. 3. Realizační fáze</b>	<b>43</b>
3. 3. 1. Valná hromada	43
3. 3. 2. Due dilligence	46
3. 3. 3. Prospekt	47
3. 3. 3. 1. Náležitosti a obsah prospektu	48
3. 3. 3. 2. Schvalování prospektu a jeho uveřejnění	54
3. 3. 4. Roadshow a bookbuilding (marketing emise)	57
<b>3. 4. Úpis akcií</b>	<b>59</b>
<b>3. 5. Listing akcií a stabilizace kurzu</b>	<b>61</b>
<b>3. 6. Důsledky obchodování pro emitenta</b>	<b>62</b>

<b>3. 7. Shrnutí</b>	<b>64</b>
<b>4. Ekonomické aspekty a dopady IPO na akciovou společnost</b>	<b>65</b>
<b>4. 1. Výhody IPO</b>	<b>66</b>
<b>4. 2. Nevýhody IPO</b>	<b>68</b>
<b>4. 3. Alternativní možnosti k IPO</b>	<b>71</b>
<b>5. Case study</b>	<b>73</b>
<b>5. 1. New World Resources (NWR)</b>	<b>73</b>
5. 1. 1. Profil společnosti a důvody IPO	73
5. 1. 2. Příprava, realizace a prospekt	75
5. 1. 3. Výsledky emise a následný vývoj	77
<b>5. 2. Kofola ČeskoSlovensko</b>	<b>79</b>
5. 2. 1. Cesta k IPO	79
5. 2. 2. Proces IPO	80
5. 2. 3. Úpis a výnos z emise	81
<b>5. 3. Alibaba Holdings Group a primární emise v USA</b>	<b>83</b>
5. 3. 1. Okolnosti největšího IPO	85
<b>Závěr</b>	<b>89</b>
<b>Seznam použitých zdrojů</b>	<b>94</b>
<b>Resumé</b>	<b>103</b>
<b>Summary</b>	<b>104</b>
<b>Abstrakt</b>	<b>105</b>
<b>Klíčová slova</b>	<b>105</b>
<b>Abstract</b>	<b>106</b>
<b>Keywords</b>	<b>106</b>

## **Seznam použitých zkratk**

EU – Evropská unie

EUR – euro

GBP – britská libra

IPO – Initial Public Offering, prvotní veřejná nabídka cenných papírů

Kč – česká koruna

OZ – zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

LSE – London Stock Exchange

MiFID – Directive on Markets in Financial Instruments

NYSE – New York Stock Exchange

Sb. – sbírka (zákonů)

USD – Americký dolar

WSE – Warsaw Stock Exchange

ZOK – zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích

ZPKT – zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

# Úvod

Prvotní veřejná nabídka akcií společnosti, častěji označována jako IPO, a její následný vstup na regulovaný trh je složitým, zdlouhavým a velmi nákladným procesem, během kterého dochází k neustálému průniku práva a ekonomie. Za svůj cíl jsem si zvolil co nejpřesněji zmapovat celý postup, od rozhodnutí akciové společnosti zvýšit svůj základní kapitál, přes transformaci, kterou musí každá společnost ještě před nabídkou svých akcií provést, jednotlivé fáze celého procesu IPO, až po úpis a následné obchodování s akciemi společnosti na kapitálovém trhu. V této práci se zaměřím především na právní předpisy a postup při primární emisi na území České republiky, avšak s bližším přihlédnutím k legislativě Evropské unie, jež má v oblasti regulace kapitálového trhu v jednotlivých členských státech významné postavení.

Postupně vymezím pojem, historický původ a dělení veřejné nabídky akcií spolu s významem kapitálového trhu. Poté se zaměřím na obecný právní rámec, ze kterého IPO v Evropě vychází, jaký byl vývoj úpravy a jaké právní instituty se dané problematice dotýkají. V této části bude také přiblížena evropská úprava a vysvětlena její transpozice do českého právního řádu a základní právní předpisy, s kterými je potřeba pracovat v průběhu celého procesu emise.

Stěžejní část této práce se věnuje podrobně procesu IPO jako takovému z hlediska české právní úpravy. Mou snahou bude popsat veškeré kroky, jež jsou pro společnost nezbytné k tomu, aby realizovala svou primární emisi a byla přijata k obchodování na veřejném regulovaném trhu. Zde se také budu věnovat následnému obchodování s emitovanými a upsanými akciemi.

Právní úprava IPO se nachází převážně v zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a většina jeho ustanovení je odrazem sekundárního práva Evropské unie, zejména jednotlivých směrnic, které upravují náležitosti a postup při prvotní veřejné nabídce. Díky tomu postačuje pochopení tohoto procesu v jakémkoliv členském státě, neboť podmínky pro emitenty i jejich následné povinnosti jsou v jednotlivých státech Evropské unie prakticky stejné.

Jelikož je IPO bezesporu jedním z důležitých zdrojů financování společnosti a rozhodnutí veřejně nabídnout své akcie je pro společnost krokem především ekonomickým, věnuji se také důležitým aspektům, pozitivním i negativním, jež je třeba důsledně zvážit, aby byli vlastníci a management s to informovaně zhodnotit, zdali je IPO jako zdroj kapitálu pro konkrétní společnost vhodný či nikoliv. V této pasáži taktéž uvedu i jednotlivé alternativy k IPO s přihlédnutím k jejich volbě ze strany obchodních společností podnikajících ve střední a východní Evropě.

Poslední kapitola je věnována třem případovým studiím, jejichž hlavním úkolem bude demonstrovat, jak celý proces IPO probíhá v praxi. Pro účel diplomové práce jsem si vybral dvě české společnosti, kdy u jedné se jedná o největší emisi na českém kapitálovém trhu, druhá je pak výborným příkladem, jak se původně rodinná společnost dostala až na burzovní trh.

Jelikož největší množství IPO je realizováno ve Spojených státech amerických, kde je také právní úprava primární emise nejpodrobnější, zařadím do případových studií i společnost, jež se rozhodla pro svůj vstup na jeden z největších kapitálových trhů na světě – newyorskou burzu cenných papírů. Na tomto příkladu jsem se rozhodl velmi stručně poukázat na určitá specifika veřejné nabídky akcií ve Spojených státech, bohužel, podrobněji se s přihlédnutím k rozsahu práce není možné tomuto tématu věnovat.

Téma týkající se IPO jsem si vybral nejen vzhledem k mému ekonomickému zaměření, a přestože se jedná o velmi zajímavý zdroj financování pro společnosti, je dle mého názoru celá tato oblast jen velmi málo probírána a neexistují téměř žádné ucelené zdroje, které by se problematice prvotní veřejné nabídky věnovaly. Mým cílem tedy je, co nejlépe a uceleně, celý proces IPO popsat s přihlédnutím k praktické stránce a ekonomickým dopadům na akciové společnosti, které se rozhodnou vydat se tímto směrem.



# 1. Initial Public Offering (IPO)

Initial Public Offering neboli IPO je anglické označení pro první veřejnou nabídku (nejčastěji) akcií, tedy proces, během kterého akciová společnost vstupuje na burzovní trh a stává se tak veřejně obchodovatelnou. Díky tomuto ucelenému procesu, kdy dochází k nabídce akcií především institucionálním investorům<sup>1</sup> či přímo individuálním investorům a držitelům investičních portfolií, se ze soukromé obchodní korporace stává společnost veřejná.<sup>2</sup>

Abychom mohli získat ucelený přehled o veřejné nabídce akcií, jednotlivých jejích fázích, aspektů a dopadů, které má na jednotlivé akciové společnosti, jež se pro ni rozhodnou, je na začátku nezbytné zavést a vysvětlit pojmy *kapitálový trh* a *akcie*.

## 1. 1. Kapitálový trh a akcie

### 1. 1. 1. Kapitálový trh

Obecně lze dle ekonomické teorie popsat jakýkoliv trh jako alokační systém zajišťující, že nabídka prodávajících a poptávka kupujících se setkají, a tím může dojít ke směně zboží, služeb a zdrojů<sup>3</sup>. Pro téma této práce je klíčový trh kapitálový, který je podmnožinou trhu finančního, a přestože existuje velké množství ekonomických definic finančního, potažmo kapitálového trhu, z hlediska právní vědy bychom hledali jejich přesnou definici jenom velmi složitě.

---

<sup>1</sup> Dle ustanovení § 5 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu se jedná o banky provádějící obchody na vlastní účet (...), investiční společnosti a fondy, penzijní fondy a pojišťovny či obdobné zahraniční subjekty oprávněné podnikat ve stejných oborech na území České republiky.

<sup>2</sup> Zde je tento pojem nutno vnímat jako volné přeložení termínu z běžně používané anglické terminologie „public company“. Veřejný aspekt této společnosti se projevuje větším rozsahem požadavků (zejména v oblasti informování o své situaci a svých aktivitách), které musí společnost splňovat, aby mohly být její akcie obchodovány na burzovním trhu. Tento pojem nelze zaměňovat s veřejnou obchodní společností dle českého právního řádu.

<sup>3</sup> Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 294.

Zpravidla je finanční trh v odborné literatuře vymezen jako ucelený systém jednotlivých institucí a nástrojů, jež zabezpečují soustředování, rozmísťování a redistribuci dočasně volných finančních prostředků (aktiv) prostřednictvím tržního principu<sup>4</sup>. Toto vymezení, ze kterého se dále odvíjí právní úprava kapitálového trhu, lze považovat za výchozí.

*Kapitálový trh* je od ostatních finančních trhů specifickým dobou splatnosti na něm obchodovaných instrumentů<sup>5</sup>. Zatímco například na peněžním trhu se nachází instrumenty s krátkou dobou splatnosti, většinou nepřesahující jeden rok, na kapitálovém trhu je obchodováno s nástroji o střednědobé až dlouhodobé splatnosti<sup>6</sup>. To je jeden z důvodů, proč investoři, poptávající subjekty, vstupují na kapitálový trh, neboť jsou motivováni možností vyššího zisku (respektive většího objemu získaných finančních aktiv – z pohledu společností, nabízejících) než na jiných trzích.

Pro právní definování finančního systému jako takového je klíčové mít na paměti, že se jedná o provázaný celek *vztahů, nástrojů a institucí*, které fungování celého trhu zajišťují. Stěžejní úlohou práva je regulace a stanovení konkrétních práv a povinností, proto musíme nahlížet na právní úpravu kapitálového trhu jako na regulaci nástrojů kapitálového trhu, jeho subjektů a jejich postavení na něm, pravidel obchodování, ochrany investorů a v neposlední řadě také určení režimu dohledu nad trhem samotným a jeho účastníky.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Zde ve smyslu střetu nabídky a poptávky, kdy i cena těchto aktiv je ovlivňována těmito základními ekonomickými ukazateli. Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 487.

<sup>5</sup> Typické instrumenty pro obchodování na kapitálovém trhu jsou střednědobé a dlouhodobé dluhové a majetkové cenné papíry (zejména akcie a podílové listy) a deriváty na tyto nástroje. Srov. ustanovení § 3 odst. 1 a 2 ZPKT.

<sup>6</sup> Přesné časové rozpětí nelze určit, vymezení je možné pouze negativně, tj. instrumenty se splatností více než jeden rok, popřípadě s žádným termínem splatnosti.

<sup>7</sup> Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 492.

Právní úprava kapitálového trhu v České republice je roztržena do několika zákonů, které jsou velmi často transpozicemi evropských směrnic a nařízení, čemuž se budu dále v práci věnovat. Stěžejním právním předpisem regulujícím kapitálový trh v českém právním řádu je zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a jeho prováděcí vyhlášky. Nalezneme v něm poměrně ucelenou úpravu fungování kapitálového trhu – základní definice investičních služeb, jejich poskytovatelů, práv a povinností účastníků trhu, pravomoci dozorových institucí a orgánů dohlížejících na fungování trhu a, pro naši potřebu především, ustanovení zabývající se veřejnou nabídkou investičních služeb a přijímání jednotlivých instrumentů k obchodování na trhu.

Dalšími důležitými předpisy, které by neměly zůstat opomenuty, jsou zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance či zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu. Mezi právní dokumenty, jež je třeba zmínit patří také občanský zákoník<sup>8</sup> a zákon o obchodních korporacích<sup>9</sup>. Další případnou podrobnější úpravu nalezneme v souvisejících vyhláškách<sup>10</sup>. Jak již bylo výše naznačeno, tak rozhodná úprava je i nadále obsažena v právních předpisech Evropské unie.

Kapitálový trh dělíme na *primární* a *sekundární*, kdy na primárním dochází k obchodování s konkrétním aktivem poprvé<sup>11</sup>, proto nás tento trh bude zajímat v souvislosti s první veřejnou nabídkou akcií. Na sekundárním trhu se poté obchoduje s již emitovanými cennými papíry mezi investory<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>9</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů.

<sup>10</sup> Například můžeme uvést vyhlášky č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, vyhlášku č. 236/2008 Sb., o informačních povinnostech organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému, a rovněž vyhlášku č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparenční.

<sup>11</sup> Nově emitované cenné papíry získávají své první majitele, stanovuje se jejich emisní kurz. Jedná se o důsledek proběhnuvšího procesu IPO.

<sup>12</sup> Vlastníci cenných papírů, zájemci o ně a jejich vzájemná směna probíhá standardně na burzovním trhu.

### 1. 1. 2. Akciová společnost a akcie

Akciová společnost je ryzím příkladem kapitálové společnosti, kdy její základní kapitál je rozdělen mezi emitované akcie<sup>13</sup>, jež mají svou nominální hodnotu (ta představuje absolutní výši podílu na základním kapitálu), pomocí které je určen rozsah účasti akcionáře na této společnosti. Důležité pro účely této práce je rozdělení akciových společností na *uzavřené* a *veřejně obchodovatelné*<sup>14</sup> – zajímavé je, že v zásadě oba typy společností mohou podnikat ve stejném oboru a mít srovnatelný podíl na trhu. Přesto existují mezi fungováním těchto společností zásadní rozdíly. Z těch hlavních jmenujme například množství volného kapitálu, s nímž disponují, flexibilitu rozhodování, různé informační povinnosti vůči veřejnosti a celkově rozsah nároků, které na ně právní řád klade.<sup>15</sup>

Nebudu se zde zabývat procesem vzniku, ani jednotlivými aspekty akciových společností, rád bych však podotknul, že minimální výše základního kapitálu akciové společnosti tvoří 2 000 000 Kč<sup>16</sup> a že s účinností zákona o obchodních korporacích (tedy od 1. 1. 2014) již není v právní úpravě zakotvena možnost založení akciové společnosti veřejnou nabídkou akcií, kdy dle příslušných ustanovení tehdy účinného obchodního zákoníku činila minimální požadovaná výše základního kapitálu 20 000 000 Kč, avšak z důvodu velmi malého využití bylo od této formy založení akciové společnosti při rekodifikaci soukromého práva upuštěno.<sup>17</sup>

---

<sup>13</sup> Srov. ustanovení § 243 odst. 1 ZOK.

<sup>14</sup> Akcie uzavřených akciových společností nejsou obchodovány na žádném veřejném trhu.

<sup>15</sup> Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 421.

<sup>16</sup> Ustanovení § 246 odst. 2 ZOK.

<sup>17</sup> Hrubý & Buchvaldek. *Akciové společnosti dle ZOK (2014)*. In: [hblaw.eu](http://hblaw.eu) [online]. 24. 2. 2014 [cit. 13. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.hblaw.eu/cz/aktuality/56-akciová-společnost-dle-zok-2014.html>

Definici samotné akcie nalezneme v ustanovení § 256 odst. 1. zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích (dále jen ZOK):

*“Akcie je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.”*

Jedná se tedy o cenný papír<sup>18</sup>, kdy v teorii hovoříme o inkorporaci subjektivního práva do hmotného substrátu (listiny). Ve skupině cenných papírů akcie řadíme mezi účastnické a majetkové<sup>19</sup> cenné papíry, tj. cenné papíry, do kterých je vtěleno právo na určitou část majetku emitenta – u akcií se jedná především o právo na dividendu a na účast na řízení společnosti.

Ať už během procesu veřejné nabídky, emise či dále v rámci sekundárního obchodování hrají akcie klíčovou roli, neboť jsou právě tím aktivem, jež je nabízeno a poptáváno na burzovním trhu a za jehož vydání (respektive převedení vlastnického práva k němu) získává emitent kapitál a následně jednotliví investoři (při spekulaci s akciemi) vykazují zisk či ztrátu.

## 1. 2. Vymezení pojmu IPO

Výrazů, názvů a definic IPO, anglické zkratky Initial Public Offering, najdeme spoustu. Vezmeme-li to systematicky a nahlédneme-li do zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen ZPKT), konkrétně do ustanovení § 34 odst. 1,

---

<sup>18</sup> Ustanovení § 514 a násl. zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník definuje cenný papír jako listinu, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že po vydání nelze bez této listiny právo uplatnit ani převést.

<sup>19</sup> Opakem majetkových cenných papírů jsou cenné papíry úvěrové (někdy také dluhové) – nejčastěji dluhopisy, které představují dluh emitenta vůči vlastníkově cenného papíru.

nalezneme definici, která v sobě odráží překlad anglického pojmu, ve zkratce, že se jedná o *veřejnou nabídku investičních cenných papírů*.<sup>20</sup>

Avšak názornější vysvětlení IPO nám může poskytnout definice dle *U. S. Securities and Exchange Commission* (SEC), regulátora amerického burzovního trhu<sup>21</sup>, která IPO popisuje jako:

*„(...) proces, kdy obchodní společnost poprvé nabízí veřejnosti k prodeji své akcie, čímž vstupuje na burzovní trh, a stává se veřejně obchodovatelnou (...)“*<sup>22</sup>

Rád bych zde zdůraznil slovo *veřejná*, neboť ona veřejnost, resp. veřejná obchodovatelnost, je klíčovým aspektem, především právní úpravy IPO. Vstupem společnosti a počátkem obchodování jejích akcií na trhu cenných papírů dochází k výrazným omezením a musí se podrobit pravidlům nejen ekonomického, ale také burzovního trhu. To zahrnuje kupříkladu přísnější požadavky na informování veřejnosti o své ekonomické situaci a činnosti, přísnější pravidla vnitřního uspořádání společnosti a mnohé další, o kterých bude dále řeč.

V českém právním řádu se úprava veřejné nabídky vztahuje jak na majetkové cenné papíry (akcie<sup>23</sup>), tak na cenné papíry dluhové. Téma této práce se však převážně

---

<sup>20</sup> „*Veřejnou nabídkou investičních cenných papírů (dále jen „veřejná nabídka“) je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.*“ In: § 34 odst. 1 ZPKT. Podrobný výčet pojmu cenných papírů pro veřejnou nabídku lze nalézt pak v ust. § 34 odst. 2 ZPKT.

<sup>21</sup> KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>, s. 3.

<sup>22</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. *Initial Public Offerings (IPO)*. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 31. 5. 2013 [cit. 11. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>, autorský překlad.

bude zabývat procesem IPO z pohledu akciové společnosti a tedy prvotní veřejnou nabídkou akcií, zákonná ustanovení však platí obdobně i na veřejnou nabídku ostatních cenných papírů<sup>24</sup>. Dověšením procesu IPO je pro akciovou společnost prodej akcií prvním investorům, tedy jejich úpis.

Hlavní motivací akciové společnosti, aby učinila veřejnou nabídku akcií a vstup na burzovní trh, je získání kapitálu od investorů, potažmo veřejnosti. Pokud se rozhodne pro IPO, jedná se o zásadní změnu v jejím fungování a je třeba důkladně zvážit spoustu faktorů – ekonomických i právních, kterým se postupně budeme věnovat.

### 1. 2. 1. Dělení IPO

Veřejnou nabídku akcií jako takovou lze rozdělit v závislosti na původu nabízených akcií:

1. IPO primárních akcií, kdy dochází k úplně první emisi nových akcií na burzovní trh
2. IPO sekundárních akcií, při němž jsou emitovány akcie, s kterými bylo doposud obchodováno pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů
3. kombinované IPO, kdy je primární emise doplněna o sekundární akcie<sup>25</sup>

Při emisi primárních akcií zvyšuje emitent přímo svůj základní kapitál, jelikož své akcie prodává investorům a zisk z prodeje je pro společnost zdrojem financí. V případě vydávání sekundárních akcií dochází pouze k přeprodeji již emitovaných akcií od investorů, kteří s nimi do té chvíle disponovali pouze na neveřejném trhu k investorům působícím na trhu veřejném. Během této emise nedochází ke zvýšení základního kapitálu společnosti, ani z ní společnost nemá jiné výnosy.

---

<sup>23</sup> Ustanovení § 3 odst. 2 písm. a) s odkazem na ust. § 34 odst. 2 ZPKT.

<sup>24</sup> Ustanovení § 34 odst. 2 ZPKT.

<sup>25</sup> MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251- 2620-2.

Náležitosti jednotlivých veřejných nabídek se liší také v případech, kdy společnost je již veřejně obchodovatelnou nebo teprve kompletní proces IPO musí absolvovat. Pokud jsou akcie společnosti na veřejném trhu obchodovány, její kroky, například při dalším úpisu akcií, budou jiné než při prvotním vstupu na trh.<sup>26</sup>

V situaci, kdy společnost, jejíž akcie jsou již obchodovány na veřejném trhu, pouze zvyšuje svůj stávající kapitál, hovoříme o tzv. další emisi akcií, která bývá v anglické literatuře označována také jako “*Secondary Public Offering*”, nebo také “*Seasoned Equity Offering*”.<sup>27</sup>

### 1. 3. Geneze a vývoj IPO

První veřejně nabízené a obchodované akcie mají své kořeny již v období první římské republiky, tedy okolo roku 400 př. n. l.. Kvaziobchodní společnosti, nazývané *publicani*, měli již v té době oddělené vedení a vlastnictví, kdy vlastníky byli majitelé akcií (*participes*), poměrně podle počtu, které vlastnili a s kterými také dále obchodovali.<sup>28</sup>

Důkazy o snahách financovat společnosti či spíše jejich konkrétní aktivity (soukromé nebo veřejné) prostřednictvím získávání kapitálu od širší veřejnosti výměnou

---

<sup>26</sup> Byla-li již akciová společnost přijata na veřejný trh, splňuje požadavky, které jsou zákonem i organizátorem trhu stanoveny a při svých dalších krocích není třeba, aby celým procesem znovu procházela.

<sup>27</sup> KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>, s. 8.

<sup>28</sup> V období římské republiky došlo k nejvýraznějšímu rozdělení mezi *societas* a *societas publicanorum*. Je překvapivé, že již v té době byly zavedeny pojmy *partes* a *participes*, které je možné přeložit jako akcie a akcionáři. Z dochovaných dokumentů také víme, že tyto akcie byly převoditelné a běžně se s nimi obchodovalo – samozřejmě za tržní cenu. In: MALMENDIER, Ulrike. *Publicani*. In: [berkeley.edu](http://berkeley.edu) [online]. 30. 7. 2015 [cit. 26. 12. 2015].

Dostupné z: [http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani\\_Article\\_v5.pdf](http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani_Article_v5.pdf)



za majetkový podíl máme i z období středověku. Významným zlomem pro novodobé IPO je ovšem vznik Nizozemské Východoindické společnosti (*The Dutch East India Company*) na začátku 17. století, jejíž vlastníci se rozhodli financovat své obchodní plavby do Indického oceánu vydáním akcií, které nabídli veřejnosti. Díky tomu se jim povedlo, na tehdejší poměry, získat obrovské množství finančních prostředků<sup>29</sup> na svou zámořskou expanzi.<sup>30</sup>

Tradičním trhem a kolébkou IPO tak, jako ho známe dnes, je bezesporu americký trh. První veřejnou nabídku zde učinila *Bank of North America* již v roce 1783<sup>31</sup> a až do tzv. černého úterý na newyorské burze<sup>32</sup> (*New York Stock Exchange*) v roce 1929, bylo na území Spojených států provedeno větší množství IPO než kdekoliv jinde na světě.<sup>33</sup> Přesto k největšímu rozmachu IPO dochází od sedmdesátých let 20. století a postupně se z tohoto procesu stává standardní způsob pro společnosti, jak získat významnější objem kapitálu pro financování a rozvoj svých aktivit.

Hlavním důvodem, pro takto výrazný rozvoj veřejné nabídky akcií jako zdroje financování, se staly velmi přísné podmínky a vysoké standardy bank pro poskytování úvěrů, tyto striktní limity byly důsledkem velké hospodářské deprese ve třicátých letech

---

<sup>29</sup> Dle dostupných zdrojů se jednalo v přepočtu o více než 3 miliony dnešních amerických dolarů.

<sup>30</sup> Srov. Tiber Creek Corporation. *Origins of the IPO and the Dutch Trading Company*. In: [tcc5.com](http://tcc5.com) [online]. [cit. 27. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.tcc5.com/origins-of-the-IPO-and-the-dutch-trading-company.htm>

<sup>31</sup> Museum of American Finance. *America's First IPO*. In: [moaf.org](http://moaf.org) [online]. 5. 3. 2011 [cit. 30. 12. 2015]. Dostupné z: [http://www.moaf.org/exhibits/americas\\_first\\_ipo/index](http://www.moaf.org/exhibits/americas_first_ipo/index)

<sup>32</sup> Neboli *Black Tuesday*, ke kterému došlo dne 29. října 1929 na největším burzovním trhu v USA jako reakce na značně liberální politiku a minimum kontrolních mechanismů na trhu, jež vedly k obrovskému nadhodnocování obchodovaných titulů. Ve chvíli, kdy tato bublina praskla, přišli během jediného dne investoři o miliardy dolarů a krach na newyorské burze začal být označován jako začátek velké hospodářské deprese třicátých let. In: History. *Stock Market Crash of 1929*. In: [history.com](http://history.com) [online]. 8. 11. 2010 [cit. 30. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.history.com/topics/1929-stock-market-crash>

<sup>33</sup> Pro více viz DAVIS, Lance E a GALLMAN, Robert E. *Evolving financial markets and international capital Flows: Britain, the Americas, and Australia 1865-1914*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001, 982 s. ISBN 0-521-55352-0.

a nestabilní poválečné ekonomiky. Tyto požadavky stěží splňovali tehdejší velké, kapitálově silné společnosti, natož nové firmy působící především na začínajících a rozvíjejících se trzích s elektronikou a výpočetní technikou. I pokud by tyto společnosti banky nakonec přesvědčily a mohly úvěr získat, ztratily drahocenný čas v konkurenčním boji dokazováním své solventnosti.

Z tohoto důvodu začaly vznikat fondy s tzv. *venture kapitálem*<sup>34</sup>, popřípadě klasické investiční fondy, které se zaměřily právě na financování a podporu rychle rostoucích společností v nově vzniklých odvětvích a na nových segmentech celosvětového trhu. Bohužel však objem financí a často pouhá úzká specializace na konkrétní trh zásadně limitovaly jednak celkový objem získaného kapitálu, ale také následný vývoj společnosti.

Všechny výše uvedené důvody přispěly k tomu, že společnosti se začali čím dál tím více zaměřovat, obzvláště ve Spojených státech, na velmi rychlou expanzi a následné IPO (díky rychlé expanzi byla často valuace společností vysoce nad původními odhady), které pro ně znamenalo zásadní zvýšení kapitálu, potvrzení své pozice na trhu a stabilizaci růstu.

Nejvíce IPO (jednak z pohledu množství titulů, tak z pohledu objemu získaného kapitálu) bylo uskutečněno na přelomu tisíciletí a není náhodou, že velká spousta korporací, jež se rozhodly pro vstup na burzovní trh patří mezi společnosti, jež mají aktivity na nových trzích z konce 20. století – namátkou zmíním například telekomunikační giganty *Deutsche Telekom* (1996), *China Mobile Limited* (1997), *AT&T Wireless Group* (2000), doručovatele zásilek *United Parcel Service* (1999) či německého výrobce elektroniky *Infineon* (2000).<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Takovýto fond vstoupil do vybraného podniku (prostřednictvím navýšení jeho základního kapitálu), čímž získal podíl, zpravidla menšinový.

<sup>35</sup> Všechny tyto společnosti mají své akcie kótované na NYSE a jejich vstup na burzu patří mimo jiné k jedním z nejúspěšnějších IPO v historii. In: Renaissance Capital. *All Time Largest US IPOs – TOP 25*. In: [renaissancecapital.com](http://renaissancecapital.com) [online]. 12. 12. 2014 [cit. 18. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/rankings/biggestus.aspx>

## 2. Právní úprava IPO

Ještě před tím, než se budu podrobněji věnovat samotnému procesu veřejné nabídky akcií, je zapotřebí uvědomit si poměrně výrazné odlišnosti mezi právním systémem ve Spojených státech amerických, resp. ve Velké Británii a kontinentálním právním prostředím. Nejen z hlediska zákonů jako takových, ale také s akcentem a s přihlédnutím na jednotlivé burzovní trhy v daných lokalitách a z hlediska finanční a firemní historie, kultury. V neposlední řadě také s ohledem na finanční gramotnost národů a pohled na vstup obchodních společností na burzu.

Jak již bylo zmíněno v první kapitole, tradice IPO, přestože má své kořeny na území Evropy, je nejsilnější ve Spojených státech, kde první ucelené zákony zabývající se veřejnou nabídkou akcií a společnostmi, které se pro tento krok rozhodly, vznikají již v první polovině 20. století. V této době neměly obchodní společnosti v Evropě tak velké ambice vstupovat na evropský burzovní trh<sup>36</sup>, značnou měrou k tomu přispěla hospodářská nestabilita způsobená především válečnými událostmi v první polovině století a následné rekondice, což také vedlo ke značnému nedostatku solventních a důvěryhodných investorů. Nehledě na to, že evropské společnosti (či investoři), jež měly zájem o to, aby jejich akcie byly veřejně obchodovatelné a potřebovaly získat dostatečný kapitál, se ve dvacátém století obracely na americký (burzovní i bankovní) trh. Nejen z tohoto důvodu je americký kapitálový trh jako takový mnohem větší, významnější a lze říci, že má díky tomu i větší právní vyspělost.

Přestože byl vývoj v Evropě i v severní Americe v mnoha aspektech značně odlišný, můžeme při porovnání jednotlivých právních úprav spatřit spoustu společných rysů pro všechny právní řády. Třeba však mít na paměti, při pohledu na unijní či jednotlivé národní úpravy, že spousta ze základních principů pochází právě z angloamerického právního systému.

---

<sup>36</sup> V tomto kontextu míněn jakýkoliv regulovaný trh na území Evropy.

## 2. 1. Obecné právní aspekty veřejné nabídky akcií

Každý právní systém má svou konkrétní právní úpravu, zákonné i podzákonné akty, které regulují fungování kapitálového trhu, jeho správu a dozor nad ním. V americkém, unijním, ani v žádném dalším národním právním řádu<sup>37</sup> nenalezneme samostatný primární právní předpis, jenž by se věnoval pouze prvotní veřejné nabídce akcií. Její vymezení, průběh a náležitosti jsou vždy součástí několika průřezových zákonů, příslušných nařízení a vyhlášek, ať už vlády, jednotlivých ministerstev či přímo regulátorů trhu.

Po seznámení se se základními předpisy jednotlivých právních řádů lze konstatovat, že co se procesu IPO týká, je postup upraven v zásadě téměř totožně. Odlišnosti se pak uplatňují pouze v případech, kdy nejčastěji regulátor trhu má určitý rozsah pravomocí vůči společnostem, které vstupují na burzu<sup>38</sup> či samozřejmě korporacím, jejichž akcie jsou již obchodovány. Další příčinou odlišností v jednotlivých právních řádech jsou také regulace vycházející přímo od organizátorů konkrétních burzovních trhů, kteří sami často vydávají nařízení a direktivy, jimiž korigují celý proces veřejné nabídky akcií na svém trhu a určité skupiny emitentů.

Ve všech právních řádech je v souvislosti s IPO a následným obchodováním s akciemi společnosti kladen vždy velký důraz na ochranu investorů a ochranu celého kapitálového trhu, jenž se promítá v rozsahu povinně zveřejňovaných relevantních informací ze strany emitentů a také v podobě osobní odpovědnosti za jejich pravdivost. Stejně důležitou funkci má regulátor každého trhu, který dohlíží na stabilitu trhu a zastává také funkci určité pojistky a zpětné vazby pro investory zajímající se o daný trh.

---

<sup>37</sup> Národním právním řádu členského státu Evropské unie.

<sup>38</sup> Nejvýznamnější pravomoci, při porovnávání jednotlivých úprav, má bezesporu americká SEC anebo, na federální úrovni, FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), které vydávají samostatné akty, jimiž se musí řídit všechny burzovní trhy. SEC pak sama vydává licence pro IPO, dohlíží nad povinným zveřejňováním informací emitenty a další.

Jeho hlavním úkolem je vždy kontrola obchodování na trhu a prověřování subjektů, kteří mají zájem na něj vstoupit.

Dovolím si zde znovu zdůraznit, že vzhledem k větší vyspělosti systému a objemu aktiv na americkém kapitálovém trhu, jsou i regulace na něm často mnohem přísnější než na trzích v Evropské unii. Z pohledu investora lze však tuto poměrně přísnou úpravu ocenit, protože většina oslovených investorů, aktivních na amerických i evropských trzích, se shodla, že o amerických IPO a společnostech, jejichž akcie jsou kótované na amerických kapitálových trzích mají mnohem lepší informace a, mimo jiné, i díky tomu jsou schopni lépe na trhu operovat a mají o něm větší přehled. Nesmíme však také zapomínat na odlišnosti jednotlivých kultur, kdy evropští investoři jsou velmi často skeptičtí, především k novým společnostem a novým odvětvím, zatímco američtí tyto často vyhledávají – a vice versa.

Přestože základní právní rámec je pro IPO velmi podobný na burzách v New Yorku, ve Frankfurtu i v Praze, je pro každou společnost klíčové, který trh si pro svou první nabídku akcií zvolí, protože průběh, rizika i množství získaného kapitálu z IPO může být na každé zcela odlišný.

## **2. 2. Právní předpisy Evropské unie ve vztahu k IPO**

Jedním ze základních principů fungování Evropské unie je volný pohyb kapitálu. Volný pohyb kapitálu je čtvrtou *svobodou*, vedle volného pohybu zboží, osob a služeb, jednotného vnitřního trhu založeného v roce 1993 v rámci Maastrichtské smlouvy. I když v této smlouvě chybí přesné vymezení pojmu *pohyb kapitálu*, lze tento význam dovodit z ustálené judikatury Soudního dvora Evropské unie<sup>39</sup>, jedná se o:

---

<sup>39</sup> Za použití směrnice Rady 88/361/EHS. Přestože byla tato směrnice zrušena, dodnes je používána pro výklad pojmu pohyb kapitálu. In: ZAVADILOVÁ, Jana. *Volný pohyb kapitálu v Evropské unii*. Brno, 2012. 62 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce doc. JUDr. Filip Křepelka, Ph.D.. Dostupné také z WWW:

[https://is.muni.cz/th/210646/pravf\\_m/diplomova\\_prace\\_Volny\\_pohyb\\_kapitalu\\_v\\_Evropske\\_unii.pdf](https://is.muni.cz/th/210646/pravf_m/diplomova_prace_Volny_pohyb_kapitalu_v_Evropske_unii.pdf)

- přímé zahraniční investice (*FDI – foreign direct investment*); transakce mezi investory a finančními institucemi v členských státech EU, mezi něž patří i získání podstatného vlivu či převzetí společnosti
- nákup a investice do nemovitostí
- nákup a prodej cenných papírů
- poskytování půjček či úvěrů
- jiné operace s finančními institucemi (včetně osobních finančních operací aj.)<sup>40</sup>

Jednotný vnitřní trh představuje určitý otevřený prostor v rámci Evropské unie a je tedy v zájmu nejen Unie, ale i jednotlivých členských států, aby pravidla pro investory i emitenty byla jednotná a dostatečně přehledná. Proto nejen orgány EU pracují na tom, aby byly odstraněny všechny překážky bránící fungování jednotného trhu. Hlavním nástrojem je harmonizace právních předpisů dle osnov unijních aktů.<sup>41</sup>

Prvním ze zásadních kroků ke sjednocení pravidel na společném finančním trhu bylo ustanovení odborné komise, do jejíhož čela byl v roce 2000, v rámci *Akčního plánu pro finanční služby*<sup>42</sup>, dosazen belgický bankéř baron Alexandre Lamfalussy. Výsledkem působení komise byla tzv. *Lamfalussyho zpráva*, jež obsahovala návrhy reformních opatření k odstranění zásadních nedostatků pro fungování finančních trhů v členských státech. Z této zprávy pak vzešel čtyřstupňový model tvorby právních předpisů pro celý evropský finanční trh.<sup>43</sup>

V první fázi by mělo docházet, skrze řádný legislativní postup Radou EU a Evropským parlamentem, k přijetí rámcových směrnic (*framework directives*), ve druhém stupni přichází na řadu prováděcí předpisy a během tohoto procesu Evropská

---

<sup>40</sup> In: European Commission. *Free movement of capital*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu/finance/capital/overview_en.htm#what) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 6. 3. 2016]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/finance/capital/overview\\_en.htm#what](http://ec.europa.eu/finance/capital/overview_en.htm#what)

<sup>41</sup> HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>42</sup> Financial Services Action Plan (FSAP).

<sup>43</sup> BRAUN, Judith Marion. *Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi*. In: Evropský Parlament [online]. 7/2008 [cit. 7. 2. 2016]. Dostupné z: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm)

komise úzce spolupracuje se specializovanými výbory a Evropským parlamentem.<sup>44</sup> Třetí úroveň je tvořena evropským nezávislým orgánem dohledu – ESMA (*European Securities and Markets Authority*), jehož hlavním úkolem je kontrolovat fungování a stabilitu finančního trhu v Evropské unii a posilovat harmonizaci unijní úpravy v jednotlivých členských státech, což realizuje prostřednictvím vydávání zpráv a návrhů konkrétních změn v rámci právních úprav.<sup>45</sup> Čtvrtá fáze se pak týká kontroly přijatých legislativních opatření v předcházejících fázích ze strany Komise. Nesrovnalosti či nedostatky se Komise následně snaží korigovat, popřípadě zcela odstranit.

### 2. 2. 1. Lamfalussyho směrnice

V souvislosti se vznikem Lamfalussyho struktury (procesu) byly ihned vzápětí přijaty čtyři základní směrnice, též označovány jako *Lamfalussyho směrnice* (*Lamfalussy Directives*), které jsou určitým výchozím bodem pro veškeré další harmonizační legislativní akty v oblasti finančních, respektive kapitálových trhů. Jedná se o tyto směrnice:<sup>46</sup>

– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

(*Directive on Markets in Financial Instruments, dále jen MiFID*)

---

<sup>44</sup> FAULHAMEROVÁ, Jana a HERBOCZKOVÁ, Zdeňka. *Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem*. Obchodně právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů. Praha: C.H. Beck, 2010, č. 9. ISSN 1803-6554.

<sup>45</sup> KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>, s. 27.

<sup>46</sup> In: European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 7. 3. 2016]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

*(Market Abuse Directive)*

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES

*(Prospectus Directive)*

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES

*(Transparency Directive)*

První směrnice, MiFID, nahrazuje směrnicí Rady 93/22/EHS, častěji označovanou jako směrnicí o investičních službách (*ISD – Investment Services Directive*) a jedná se o základní směrnicí akčního plánu pro finanční služby, která stanovuje všeobecnou právní úpravu vztahující se na investiční služby a finanční trhy v Evropské unii. Cílem těchto opatření bylo zlepšit organizaci a usnadnit samotné působení (obchodování) investičních společností se sídlem v různých členských státech na evropském trhu, a tím upevnit a zlepšit evropskou ekonomiku.<sup>47</sup> Díky komplexnímu souboru pravidel dochází se zaváděním MiFID k mnohem větší ochraně investorů, především těch menších (jednotlivců), a jejich vztahů s investičními společnostmi, jež naopak mohou nabízet a poskytovat své služby na území všech členských států Evropské unie bez potřeby žádat o povolení národního regulátora v každém státě zvlášť. Dále je směrnice rozvedena

---

<sup>47</sup> In: European Commission. *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Frequently Asked Questions*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 22. 10. 2015 [cit. 14. 2. 2016]. Dostupné z: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-07-439\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm?locale=en)



prováděcími opatřeními, zvláště nařízením Komise č. 1287/2006<sup>48</sup> a směrnicí Komise 2006/73/ES<sup>49</sup>.

Velký důraz je kladen na transparentnost a logicky i na sjednocení procesů jednotlivých obchodů s finančními nástroji na celém území EU. Také z tohoto důvodu dochází ve směrnici ke zvýšení požadavků na zveřejňování, přístup a pravdivost poskytovaných informací jednak investičními společnostmi, ale také emitenty a dalšími subjekty působících na trhu. Dle jednotlivých ustanovení směrnice se pro poskytovatele investičních služeb zavádí velké množství informačních povinností nejen o svých produktech a službách, ale i o stavu a možných rizicích konkrétního trhu, o systému prováděných operací, poplatcích a spousty dalších. Lze říci, že tato směrnice z roku 2004 je svým způsobem určitým kodexem ochrany spotřebitele na poli investičních služeb.

Jak vyplývá z názvu směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, jejím cílem je zabránit zneužívání trhu, jeho manipulaci a eliminovat především *insider trading*, tedy obchodování s cennými papíry osobou či osobami, které mají neveřejné informace o dané společnosti.<sup>50</sup> Jelikož však účel směrnice dopadá až na cenné papíry, s kterými je již obchodováno a nikoliv přímo na IPO, nebude pro účely této práce důležitá.

---

<sup>48</sup> Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

<sup>49</sup> Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

<sup>50</sup> In: European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 4. 3. 2016]. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

Naopak směrnice o prospektu (*Prospectus Directive*), dále rozšířena v rámci druhé fáze Lamfalussyho procesu především nařízením Komise č. 809/2004<sup>51</sup>, je pro první veřejnou nabídku akcií naprosto klíčová. Prospekt je stěžejní dokument, který musí být vždy vytvořen a uveřejněn<sup>52</sup> při každé emisi cenných papírů na regulovaném trhu, tedy nikoliv pouze při IPO. Z této povinnosti existují výjimky, ty se však vztahují zejména na případy menších společností a jejich emise. Jednotlivá ustanovení směrnice upřesňují konkrétní podmínky zveřejnění a rámcové náležitosti prospektu, což jsou především veškeré informace, které jsou v takové míře konkrétní a srozumitelné pro investory, aby mohli činit kvalifikovaná rozhodnutí o cenných papírech emitenta. Tedy jedná se především o jeho finanční situaci, informace o trhu, na kterém podniká, ekonomických ukazatelích zisku a ztráty a dalších.<sup>53</sup> Účelem těchto ustanovení je, aby byl investor schopen činit své investiční transakce s co nejvyšším povědomím o emitentovi a jeho cenných papírech. Prospekt nesmí být zavádějící, nepřesný, ani obsahovat rozporné pasáže.

Nově je také specifikován požadavek na *shrnutí prospektu*, tedy určitý abstrakt celého prospektu – vytyčení nejpodstatnějších informací, jež jsou v prospektu zmíněny, charakteristika emitentova trhu, rizika spojená s aktivitami emitenta a s investicí do jím veřejně nabízených cenných papírů. Důležitým požadavkem pro shrnutí prospektu je fakt, že by měl být napsán nehledě na terminologii oboru, tak, aby i investor, který se detailně neorientuje ve specifických výrazech oboru, v němž společnost působí, byl schopen pochopit charakter a specifika podnikání a cenných papírů emitenta.

---

<sup>51</sup> Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů.

<sup>52</sup> Viz například ustanovení § 35 odst. 1 ZPKT.

<sup>53</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

Prospekt lze vyhotovit jako jednotný, samostatný dokument, avšak směrnice o prospektu zavádí možnost i *tzv. trojdílného prospektu (složeného prospektu)*<sup>54</sup>, který se dělí na registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu. Registrační dokument se skládá ze základních informací o společnosti, která emituje své cenné papíry, doklad o cenném papíru pak obsahuje stěžejní informace o konkrétním cenném papíru, jenž má být přijat k obchodování na regulovaném trhu či je veřejně nabízen.<sup>55</sup> O shrnutí prospektu si dále více řekneme v kapitole, která se věnuje české právní úpravě IPO.

Směrnice rovněž zavádí pro emitenty, jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu povinnost uveřejňovat výroční zprávy týkající se jejich aktivit, odkazovat na svou účetní závěrku a taktéž musí obsahovat informace, které byly společností publikovány za posledních 12 měsíců.<sup>56</sup>

Směrnice navíc poskytuje emitentům jednotný evropský pas (*single passport*), který jim umožňuje hledat investory na všech evropských kapitálových trzích a výrazně snižuje transakční náklady během snahy nalézt nejlépe dosažitelný kapitál (nejen) při veřejné nabídce.<sup>57</sup> K tomu se dále vážou náležitosti, jako například podmínka schválení prospektu orgánem dohledu nikoliv pouze dle území trhu, kde mají být cenné papíry kótovány, nýbrž také orgánem dohledu ve státě emitentova sídla či v jiném členském státu. Zavádí se praxe, kterou nazýváme vzájemné uznávání (*mutual recognition*) prospektu – prospekt schválený orgánem dohledu členského státu (například dle sídla emitenta) může být přímo publikovaný a použit v ostatních členských státech.

---

<sup>54</sup> Toto bylo také transponováno do ust. § 36 odst. 7 ZPKT, viz dále.

<sup>55</sup> Srov. DĚDIČ, Jan. *Akciové společnosti*. 7. přepracované vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, xxv., 672 s. Beckova edice právo a hospodářství. ISBN 978-80-7400-404-9.

<sup>56</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

<sup>57</sup> In: European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 6. 3. 2016]. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

Výjimkou je pouze požadavek na jazyk, ve kterém je prospekt vyhotoven, pokud je tedy záměrem použít prospekt ve vícero členských státech, je třeba jej vyhotovit v jednotlivých národních mutacích (popř. v angličtině, avšak příslušný národní regulátor může specifikovat požadavek na doplnění vyhotovení alespoň shrnutí prospektu v úředním jazyce členského státu).<sup>58</sup>

Lhůta pro schválení prospektu příslušným orgánem dohledu je v případě první veřejné nabídky stanovena na 20 pracovních dní<sup>59</sup>, jakmile je prospekt schválen, může být řádně publikován.<sup>60</sup> Forma publikace není předepsána, z praxe společností lze dovodit, že nejpopulárnější metodou je elektronická forma publikace prospektu, avšak stále je zachována možnost publikovat ve formě brožury či prostřednictvím sdělovacích médií – například prostřednictvím odborných časopisů či celostátních deníků.

Směrnice o transparentnosti (*Transparency Directive*) si klade za cíl posílit transparentnost kapitálových trhů Evropské unie a tím dosáhnout vyšší ochrany investorů. Hlavním nástrojem této snahy je povinnost emitentů pravidelně zveřejňovat zprávy o svém finančním stavu a své situaci na trhu prostřednictvím publikování výročních zpráv, osob, jež za tyto informace odpovídají, informací o majoritních akcionářích a podobně.<sup>61</sup>

Ve spojitosti se směrnicí o transparentnosti je třeba také zmínit směrnici Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být

---

<sup>58</sup> Nařízení Komise (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů.

<sup>59</sup> Tato může být dále prodloužena v případě, že chybí některé náležitosti žádosti.

<sup>60</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

<sup>61</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

zveřejněny, jež obsahuje podmínky vstupu emitentů na regulované trhy Evropské unie a zároveň stanovuje rozsah informačních povinností, které musí jednotlivé společnosti, s jejichž cennými papíry je obchodováno na evropských trzích, splnit. Důležitým úkolem při tvorbě směrnice bylo najít rovnováhu mezi množstvím informací, jež mají být pravidelně publikovány, za účelem ochrany investorů a mírou náročnosti pro emitenty tyto informace zveřejnit.<sup>62</sup> Pro správné fungování všech evropských kapitálových trhů je nezbytné, aby míra povinně zveřejňovaných informací v zájmu ochrany investorů neodradila emitenta vstoupit na určitý trh či ho nadměrně nezatěžovala. Tyto požadavky se týkají samozřejmě také emitentů ze třetích zemí, jejichž cenné papíry jsou či mají být obchodovány na kterémkoli kapitálovém trhu v Evropské unii.

Směrnice o přijetí cenných papírů přijímá a sjednocuje úpravu z několika směrnic, konkrétně ze směrnice Rady č. 79/279/EHS o koordinaci podmínek pro přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů, dále ze směrnice Rady č. 80/390/EHS o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektů cenných papírů, které mají být zveřejněny pro přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů, směrnice Rady č. 82/121/EHS o informacích, které mají pravidelně uveřejňovat společnosti, jejichž akcie byly přijaty ke kótování na burze cenných papírů a také ze směrnice Rady č. 88/627/EHS týkající se informací, které mají být zveřejněny, je-li získán nebo odprodán většinový podíl v zapsané společnosti.<sup>63</sup>

Výše zmíněné směrnice tvoří naprostý základ právní úpravy v oblasti kapitálových trhů a týkají se všech cenných papírů, které jsou obchodovány na evropským regulovaných trzích a emitentů, kteří mají zájem o to, aby jejich akcie byly

---

<sup>62</sup> Důležitým aspektem zveřejňování potřebných informací je také určitá ochrana před konkurenčními subjekty v daném oboru. To jest cílem regulace bylo najít co nejlepší rovnováhu mezi ochranou investorů, ale také ochranou společnosti samotné.

<sup>63</sup> Srov. KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>, s. 21.

na těchto trzích kótované. Jednotlivé členské státy mohou stanovit určitá další kritéria, jež musí emitent splnit, avšak tato nesmí být diskriminační. Ve vztahu k povinnému zveřejňování informací emitentem je vytyčen důležitý požadavek na pravidelnost zveřejňování, tj. investoři musí dostávat informace o emitentovi (jeho situaci, změnách, případných dalších náležitostech) a cenných papírech průběžně, nikoliv pouze během procesu upisování jeho cenných papírů.<sup>64</sup>

Závěrem lze říci, že snahou Evropské unie v oblasti kapitálových trhů je co největší harmonizace, především prostřednictvím uvedených směrnic, avšak vzhledem k neustálému vývoji a častým ekonomickým výkyvům v posledních deseti letech je velmi obtížné formulovat obecnější principy unijní úpravy evropských kapitálových trhů. Můžeme však říci, že díky současné unijní úpravě je zajištěna zvýšená ochrana věřitelů a značně usnadněné obchodování na evropských trzích – pro emitenty i pro investory.

V následující části se blíže zaměříme na promítnutí obsahu směrnic do českého právního řádu a na jejich praktické použití.

### **2. 3. Právní rámec IPO v České republice**

V předchozí části byl přiblížen všeobecný záměr Evropské unie harmonizovat právní předpisy v oblasti kapitálových trhů, do které taktéž spadá prvotní veřejná nabídka cenných papírů. Česká republika je z titulu členského státu Unie povinna implementovat obsah směrnic do národních předpisů a pomáhat tím k fungování jednotného evropského trhu. Díky tomu i český kapitálový trh lze, z hlediska zákonných nároků (nikoliv z hlediska objemu či prestiže), postavit na roveň jiným evropským trhům.

---

<sup>64</sup> *Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities.* In: [europa.eu](http://europa.eu) [online] 4. 8. 2005 [cit. 28. 2. 2016] Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/124032\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/124032_en.htm)

Předpisy v českém právním řádu, které více či méně obsahují úpravu relevantní pro první veřejnou nabídku jsou následující:

- zákon č. 256/2004 Sb., *o podnikání na kapitálovém trhu*, ve znění pozdějších předpisů (ZPKT)
- zákon č. 89/2012 Sb., *občanský zákoník*, ve znění pozdějších předpisů<sup>65</sup> (OZ)
- zákon č. 90/2012 Sb., *o obchodních společnostech a družstvech* (o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů (ZOK)
- zákon č. 6/1993 Sb., *o České národní bance*, ve znění pozdějších předpisů (*zákon o ČNB*)
- zákon č. 15/1998 Sb., *o dohledu v oblasti kapitálového trhu*, ve znění pozdějších předpisů (DOKT)

Akcie, které mají být přijaty na regulovaný trh v České republice musí splňovat podmínky stanovené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a burzovními pravidly.<sup>66</sup> Ostatní zákony jsou důležité jednak pro definici obecnějších pojmů (akciová společnost, cenné papíry) či objasnění konkrétních institutů, se kterými během IPO přichází společnost do kontaktu.

Co zákon definuje jako veřejnou nabídku investičních cenných papírů, v našem případě zejména akcií, nalezneme v ustanovení § 34 odst. 1 ZPKT:

*„Veřejnou nabídkou investičních cenných papírů (dále jen "veřejná nabídka") je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.“<sup>67</sup>*

---

<sup>65</sup> Občanský zákoník, účinný od 1. 1. 2014, v sobě obsahuje i úpravu týkající se cenných papírů, která byla dříve v zákonu č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Ten byl však zrušen s účinností nového občanského zákoníku.

<sup>66</sup> In: Burza cenných papírů Praha. *IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 12. 11. 2014 [cit. 27. 1. 2016]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

<sup>67</sup> Ustanovení § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění.

Ustanovení § 35 a následující ZPKT transponují evropskou směrnicí o prospektu. Je v nich formulován především okruh subjektů, které mají povinnost prospekt uveřejnit, obsahové náležitosti prospektu, odpovědnost za obsah prospektu, proces schvalování prospektu, dále pak jazyk, forma uveřejnění prospektu a dodatek prospektu.

Uveřejnit prospekt je podmínkou pro osoby, jež plánují veřejně nabízet své investiční cenné papíry. Uveřejnit prospekt musí nejpozději na počátku veřejné nabídky. Prospekt musí být schválen Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie. V případě veřejné nabídky cenných papírů toto neplatí v případech výslovně uvedených v ustanovení § 35 odst. 4 ZPKT, tedy povinnost uveřejnit prospekt neplatí pro veřejnou nabídku:

*a) cenných papírů nabízených v souvislosti s nabídkou převzetí výměnou za jiné cenné papíry, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument, o kterém rozhodne Česká národní banka, že obsahuje údaje rovnocenné údajům v prospektu; jestliže Česká národní banka neodešle emitentovi do 15 pracovních dnů ode dne doručení dokumentu rozhodnutí o tomto dokumentu, platí, že údaje považuje za rovnocenné údajům v prospektu; pokud je řízení o dokumentu přerušeno, tato lhůta neběží,*

*b) cenných papírů nabízených v souvislosti s fúzí, rozdělením nebo na základě schváleného reorganizačního plánu, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument, o kterém rozhodne Česká národní banka, že obsahuje údaje rovnocenné údajům v prospektu; jestliže Česká národní banka neodešle emitentovi do 15 pracovních dnů ode dne doručení dokumentu rozhodnutí o tomto dokumentu, platí, že údaje považuje za rovnocenné údajům v prospektu; pokud je řízení o dokumentu přerušeno, tato lhůta neběží,*

*c) akcií rozdělovaných jako forma dividendy, jde-li o akcie stejného druhu jako akcie, z nichž jsou takové nepeněžité dividendy vypláceny, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument obsahující údaje o počtu a druhu akcií a důvody a podrobnosti nabídky,*



*d) cenných papírů vydaných a nabízených nebo přidělovaných současným nebo bývalým zaměstnancům nebo osobám s řídicí pravomocí jejich zaměstnavatelem nebo osobou ze stejné skupiny jako zaměstnavatel, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument obsahující údaje o počtu a druhu cenných papírů a důvody a podrobnosti nabídky, pokud jde o zaměstnavatele nebo osobu ze stejné skupiny jako zaměstnavatel,*

- 1. se sídlem nebo skutečným sídlem v členském státě Evropské unie, nebo*
- 2. se sídlem ve státě, který není členským státem Evropské unie, za předpokladu, že zaměstnavatel nebo osoba ze stejné skupiny jako zaměstnavatel vydává cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo na trhu s cennými papíry se sídlem ve státě, který není členským státem Evropské unie, který Evropská komise uznala za srovnatelný s evropským regulovaným trhem (§ 35a),*

*e) akcií vydávaných výměnou za jiné již vydané akcie stejného druhu, pokud tím nedochází ke zvýšení základního kapitálu.<sup>68</sup>*

Dle příslušných ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, konkrétně ustanovení § 36, jsou obsahovými náležitostmi prospektu *veškeré informace*, které jsou, vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a jeho cenných papírů, nezbytné pro investory ke kvalifikovanému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených. Akcent je kladen především na srozumitelnost formy prospektu.<sup>69</sup>

Prospekt samozřejmě dále musí obsahovat nezbytné údaje o emitentovi<sup>70</sup>, cenném papíru a shrnutí celého prospektu.<sup>71</sup> Shrnutí prospektu má dle zákona o podnikání na

---

<sup>68</sup> Ustanovení § 35 odst. 4 ZPKT.

<sup>69</sup> Srov. ustanovení § 36 odst. 1 ZPKT.

<sup>70</sup> Jedná se především o obchodní firmu, identifikační číslo, sídlo společnosti a další faktické údaje.

<sup>71</sup> Srov. ustanovení § 36 odst. 2 ZPKT.

kapitálovém trhu být úvodem a zároveň stručným a srozumitelným dokumentem v jazyce, ve kterém byl prospekt vyhotoven. Toto shrnutí v souladu s ustanoveními zákona obsahuje:

- 1) stručnou charakteristiku emitenta cenného papíru a případného ručitele, včetně rizik spojených s majetkem, závazky a finanční situací těchto osob,*
- 2) stručný popis podstatných rizik emitenta cenného papíru a případného ručitele,*
- 3) stručný popis podstatných rizik souvisejících s investicí do daného cenného papíru, základní charakteristiku investice do tohoto cenného papíru a popis práv spojených s tímto cenným papírem,*
- 4) v případě, že se jedná o shrnutí prospektu vydávané v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů, rovněž důvody veřejné nabídky, způsob, jakým emitent nebo osoba činící veřejnou nabídku použije výnosy veřejné nabídky, a obecné podmínky veřejné nabídky, včetně odhadů výše poplatků spojených s nabytím cenných papírů, které jsou předmětem veřejné nabídky, a*
- 5) v případě, že se jedná o shrnutí prospektu vydávané v souvislosti s přijetím cenného papíru k obchodování na evropském regulovaném trhu, podrobnosti o přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu včetně odhadů výše poplatků spojených s nabytím cenných papírů, které mají být přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu.<sup>72</sup>*

Ustanovení § 36 odst. 7 pak kodifikuje možnost, která je anticipována ve směrnici o prospektu a to, že prospekt lze uveřejnit nejen jako jednotný, ale také jako složený dokument rozdělený do tří částí – registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu.

Prospekt lze také vyhotovit jako *základní prospekt*, tj. prospekt, jenž nemusí obsahovat konečné podmínky vztahující se k jednotlivým emisím cenného papíru splňující podmínky vyjmenované v ustanovení § 36a odst. 1 písm. a) a b) ZPKT.

---

<sup>72</sup> Ustanovení § 36 odst. 5 ZPKT.

Osoba, která vyhotovila prospekt, popř. její ručitel, je odpovědná za obsah prospektu. Tato osoba, včetně jejího prohlášení za odpovědnost, musí být uvedena v prospektu a odpovídá za obsah prospektu pouze v případě, že je shrnutí prospektu zavádějící nebo nepřesné s ostatními částmi prospektu.<sup>73</sup>

Podle ustanovení § 36c ZPKT schvaluje prospekt Česká národní banka na žádost osoby, jež prospekt vyhotovila. Další podmínky jsou uvedeny v následujících odstavcích ustanovení § 36c ZPKT. V ustanovení § 36g ZPKT je pak vznesen požadavek na jazyk prospektu, který stanovuje, že prospekt musí být vyhotoven v českém jazyce, pokud Česká národní banka schvaluje prospekt pro účely veřejné nabídky v České republice.<sup>74</sup>

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu dává možnost uveřejnit prospekt na internetových stránkách emitenta, alespoň v jednom celostátním deníku, v podobě brožury, která je bezplatně přístupná veřejnosti v sídle a v provozovně organizátora regulovaného trhu, na kterém mají být cenné papíry přijaty k obchodování, nebo v sídle emitenta (...), na internetových stránkách organizátora regulovaného trhu či internetových stránkách nabízejícího, je-li odlišný od emitenta.<sup>75</sup> Prospekt je platný ode dne schválení Českou národní bankou po dobu 12 měsíců.<sup>76</sup>

V případě, že se již po schválení prospektu, avšak ještě před ukončením veřejné nabídky, podstatně změní skutečnosti v prospektu uvedené či je zjištěn *významně* nepřesný údaj, ukládá ustanovení § 36j ZPKT povinnost emitentovi předložit *dodatek* ke schválení České národní bance, a tento dodatek, je-li schválen, uveřejnit stejným způsobem, jakým byl uveřejněn prospekt samotný. Lhůta pro schválení dodatku prospektu Českou národní bankou je zákonem stanovena na 7 pracovních dnů. Důležité je také upozornit na to, že investor, který zakoupil cenné papíry společnosti před uveřejněním schváleného dodatku prospektu, pouze na základě původního prospektu,

---

<sup>73</sup> Srov. ustanovení § 36b odst. 1 a 2 ZPKT.

<sup>74</sup> Srov. ustanovení § 36g odst. 1 ZPKT.

<sup>75</sup> Srov. ustanovení § 36h odst. 1 ZPKT.

<sup>76</sup> Srov. ustanovení § 36i odst. 1 ZPKT.

má právo odstoupit (v případě, že ještě nenabyl vlastnické právo k cennému papíru) od koupě či upsání *do dvou pracovních dnů* po dni uveřejnění dodatku prospektu. Tuto lhůtu však může emitující společnost přímo v dodatku navíc prodloužit.<sup>77</sup>

Veškeré další náležitosti vztahující se k IPO je potřeba hledat v průnicích ustanovení jednotlivých zákonů, které byly zmíněny výše. V následující kapitole se podíváme na konkrétní fáze veřejné nabídky akcií z pohledu českého právního řádu.

---

<sup>77</sup> Viz ust. § 36j odst. 1, 3 a 4 ZPKT.

### 3. Proces prvotní veřejné nabídky

Již jsme se podívali na základní právní rámec IPO především v kontinentálním právu, avšak pro pochopení jeho aplikace je nezbytné poukázat také na celý proces IPO z pohledu akciové společnosti, tedy z pohledu zaběhnuté praxe.

Ve chvíli, kdy se společnost rozhodne veřejně nabídnout své akcie poprvé a než se pustí do realizace dlouhého a náročného procesu, je naprosto nezbytné, aby společnost byla schopna zvolit pro ni co nejlepší a ekonomicky nejzajímavější trh, kde svou emisi zrealizuje.

Proto se v následujících pasážích zaměříme postupně jednak na volbu trhu pro IPO, tak na jednotlivé fáze celého procesu.

#### 3. 1. Výběr trhu pro IPO

Kritérií pro výběr trhu je několik. Mezi hlavní patří jednoznačně potenciální poptávka, respektive vůbec přítomnost pro společnost relevantních investorů na daném trhu. V odborné literatuře se občas můžeme setkat s obecnějším pojmem – a tím je pro emitenta hledisko *umístění aktivit*, jedná se o určité doporučení, že společnosti by měly k emisi volit takové kapitálové trhy v zemích, kde již mají své podnikatelské aktivity, vybudované odběratelské a dodavatelské vztahy, důvěru klientů i partnerů a podobně. Právě na těchto trzích se mohou emitující společnosti setkat s největším zájmem investorů a zvyšují tím pravděpodobnost úspěchu a objemu tržní kapitalizace celé emise.

Často se však lze setkat s názorem (nejen teoretiků, ale také samotných emitentů), že emitující společnost by měla spíše volit trh, z hlediska svých podnikatelských aktivit, na který právě vstupují či plánují vstoupit (prostřednictvím akvizic či fúzí), neboť přestože dojde pravděpodobně k nižší kapitalizaci v průběhu IPO, jedná se dle jejich názoru o poměrně výhodný způsob financování aktivit na nových trzích.<sup>78</sup> Samozřejmě

---

<sup>78</sup> ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

další možností je, díky jednotnému evropskému pasu, volba několika trhů v rámci duální kotace (viz dále).

Ať už se společnost rozhodne pro jakýkoliv kapitálový trh, je pro ni vždy nesmírně důležitá nejen prvotní tržní kapitalizace emise, ale i následná likvidita akcií<sup>79</sup>. Čím vyšší je likvidita daných akcií, a zároveň vyšší likvidita daného kapitálového trhu, tím je pravděpodobnější úspěšnost provedení případných dalších emisí, zpravidla při nižší výnosnosti požadované investory, než na trzích, jež jsou méně rozvinuté.<sup>80</sup>

Dalším důležitým aspektem při výběru trhu je pro emitenty i znalost kulturního a ekonomického prostředí konkrétního kapitálového trhu. Nejedná se zde pouze o určitou obchodní “blízkost”, kupříkladu k potřebám investorů a dalších, ale také o mnohem jednodušší komunikaci a marketing emise vůči potenciálním zájemcům. Díky znalosti tržního i kulturního prostředí v zemi svého stěžejního působení, jsou emitenti schopni mnohem efektivněji předávat relevantní informace investorům na daném trhu.<sup>81</sup>

Neméně důležitým faktorem pro výběr vhodného kapitálového trhu jsou také transakční náklady, které se vážou k emisi. Je logické, že náklady spojené s emisí na kapitálovém trhu v Praze budou mnohonásobně nižší než náklady při vstupu na burzovní trh v New Yorku.<sup>82</sup> Náklady jsou zde určeny jednak konkrétním trhem (to jest poplatky požadované ze strany organizátora trhu), a za druhé vedlejšími náklady celého procesu. Přestože nelze srovnávat případnou tržní kapitalizaci na jednotlivých trzích, lze konstatovat, že šance na úspěch daného IPO budou na každém trhu diametrálně odlišné.

Rád bych zdůraznil, že není pouze zájmem společnosti dostat se na určitý kapitálový trh, ale nemalá snaha pramení také od organizátorů jednotlivých trhů. V

---

<sup>79</sup> Jak rychle je možné dané aktivum (akcii) proměnit za hotové peníze. V případě akcií je jejich likvidita typicky určena nabídkou a poptávkou po nich.

<sup>80</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>81</sup> Tamtéž.

<sup>82</sup> V Praze je řeč o Burze cenných papírů Praha (BCPP/PSE) a v New Yorku o New York Stock Exchange (NYSE).

dnešní době se každý kapitálový trh snaží přilákat co největší množství atraktivních titulů, a tím posílit svou pozici. Díky této konkurenci burzovních trhů mezi sebou dochází především v Evropě ke konvergenci pravidel vstupu na jednotlivé trhy a také ke vzniku trhů nových, vedlejších. Organizátoři burzovních trhů mají na své straně poměrně velké množství nástrojů, jak přilákat nové emitenty. Mezi ty nejdůležitější patří obecné požadavky, jež jsou na emitenty kladeny (tyto požadavky se samozřejmě nesmí dostat pod hranice stanovené legislativou Evropské unie či národními předpisy), dále poplatky stanovené za přijetí emitentových akcií k obchodování a průběžné poplatky za obchodování, očekávaný objem emise či finanční výsledky společnosti.<sup>83</sup>

Z výše uvedeného je jasné, že nejlepším trhem pro emisi akcií společnosti není vždy pouze trh domácí, může jím být jakýkoliv jiný trh, přesto je mezi emitenty tendence vybírat trhy jim bližší, popřípadě volit optimální poměr mezi požadovaným finančním objemem emise a charakterem kapitálového trhu.

Společnosti si však nemusí vybrat pouze jeden trh, existuje také možnost duální kotace, tzv. *dual listing*<sup>84</sup>, při které dochází k emisi akcií společnosti na více trzích současně. Duální kotace je velmi často uplatňována v rámci Evropské unie, kdy společnosti pro svou emisi volí dva sobě velmi podobné kapitálové trhy, neboť vzhledem k harmonizaci právních předpisů členských států Unie jsou celkové náklady na úpis akcií na dalším (obdobném) burzovním trhu výrazně nižší.

Jakmile si společnost vybrala svůj cílový trh, čeká ji samotný proces IPO, jenž se dělí na tři základní fáze – *přípravná, realizační a samotný úpis nabízených akcií (post-realizační fáze)*.

---

<sup>83</sup> ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>84</sup> Možná je také vícestranná kotace (*cross, multiple listings*), tuto variantu si však společnosti volí pouze zřídka.

### 3. 2. Přípravná fáze

Přípravná fáze IPO je nejdůležitější v celém procesu prvotní veřejné nabídky akcií a zpravidla trvá nejdéle. Doba trvání je závislá na aktuální situaci, v níž se společnost nachází a jaké všechny kroky musí v této fázi učinit. Přípravná fáze proto může trvat několik měsíců až dva roky.

Management společnosti by měl důkladně zvážit všechna rizika spojená se vstupem společnosti na veřejný regulovaný trh, zjistit ekonomickou náročnost a případný výnos z IPO – tedy odhadnout případný zájem investorů, zhodnotit jak silné jméno, značka či aktivity společnosti jsou a zdali společnost má šanci obstát v konkurenci na kapitálovém trhu.<sup>85</sup>

Vůbec před tím, než může společnost pokračovat v dalších fázích a před tím, než mohou být její akcie přijaty k obchodování na veřejně regulovaném trhu, musí společnost projít určitým procesem *vnitřní transformace*. Tato transformace je nezbytná, neboť struktura a vnitřní organizace společnosti musí splňovat podmínky konkrétního kapitálového trhu.<sup>86</sup> Jedná se o povinnost, kdy společnost musí přejít na principy řízení a správy OECD<sup>87</sup> (*corporate governance*). Jsou to pravidla upravující způsob řízení a vedení společnosti, rozdělení kompetencí, vztahy mezi vlastníky (akcionáři) a management společnosti. Cílem *corporate governance* dle OECD je co největší transparentnost společnosti a také její efektivní fungování.<sup>88</sup>

---

<sup>85</sup> Srov. MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251- 2620-2.

<sup>86</sup> PHUNG, Albert. *What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 26. 2. 2009 [cit. 20. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>

<sup>87</sup> *Organisation for Economic Co-operation and Development*, překl. Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj. Jedná se o mezinárodní organizaci, se sídlem v Paříži, která se zaměřuje na ekonomickou a sociální spolupráci členských států, stabilizaci a rozvoj mezinárodních trhů a rozvoj celosvětové ekonomiky.

<sup>88</sup> In: G20. *OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. 1. vyd. Paříž, Francie: OECD, 2015, 57 s. ISBN 9789264236875.



Dalším zásadním krokem v procesu transformace a přípravy společnosti na IPO, je její přechod na Mezinárodní účetní standardy (IFRS<sup>89</sup>). Tato povinnost je společně ukládána nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 ze dne 19. července 2002, o uplatňování mezinárodních účetních standardů a stanovuje, že společnosti kotované na kapitálových trzích v EU musí své účetní závěrky (a celé své účetnictví) vést v souladu s pravidly IFRS. Celosvětové sjednocení účetních standardů<sup>90</sup>, a jejich sjednocení i na evropské úrovni, ve svém důsledku zvyšuje konkurenceschopnost podniků a jednotlivých kapitálových trhů.

### 3. 2. 1. Manažer emise neboli underwriter a jeho výběr

Provést *vlastní emisi*, tj. zabezpečit celý proces veřejné nabídky z hlediska právního, ekonomického i personálního z vlastních zdrojů společnosti je velmi náročné, proto emitenti další postup koordinují s tzv. *manažerem emise* (aranžér emise, bookrunner), častěji je pro tuto funkci používáno anglické označení *underwriter*. Přestože volba manažera emise není zákonným požadavkem, v praxi se úspěšná veřejná nabídka akcií bez underwritera neobejde.

Funkci underwritera nejčastěji vykonávají investiční banky, investiční společnosti nebo obchodníci s cennými papíry. Emitent prostřednictvím manažera emise nabízí své akcie blíže neurčenému okruhu investorů. Underwriter se snaží oslovit všechny potenciální investory, kteří by měli o akcie společnosti zájem. Manažer emise je také zodpovědný za průběh celého procesu IPO – pomáhá společnosti v průběhu jednotlivých fází a, jak již bylo zmíněno, snaží se zajistit dostatečný odbyt nabízených akcií a tím maximalizovat celkovou kapitalizaci emise.

---

<sup>89</sup> *International Financial Reporting Standards* – Pro více viz DUMONT, Chris. *International Financial Reporting Standards*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 25. 1. 2015 [cit. 27. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>

<sup>90</sup> Tyto účetní standardy jsou povinny dodržovat veřejně obchodované společnosti ve více než 120 zemích světa. In: Tamtéž.

Velmi často si společnosti vybírají manažera emise ještě před rozhodnutí IPO učinit, neboť právě underwriter může pomoci s výběrem vhodného trhu i s doporučením zdali veřejnou nabídku provést či nikoliv.

Výběr manažera emise je čistě na uvážení emitenta, vždy by měl však brát v potaz plánovaný objem emise, stejně tak, jako zkušenosti manažera s emisemi obdobných společností. Společnost si logicky snaží vybrat nejsilnějšího partnera, aby byl výsledek IPO co nejlepší. V případě velkých emisí není neobvyklé, že je zvolen jeden hlavní manažer emise (typicky investiční banka v pozici obchodníka s cennými papíry) a vedlejší společnosti, které jednotlivé části procesu zajišťují a nebo je manažerem emise zvolen syndikát (konsorcium) společností zahrnující banky, auditorské a advokátní kanceláře a jiné finanční instituce.<sup>91</sup>

Manažer emise, jakmile se důkladně seznámí se záměrem společnosti, jejími představami o IPO a dohodne se s ní na společném postupu<sup>92</sup>, podepíše s touto společností *mandátní smlouvu*<sup>93</sup>, která definuje vzájemná práva a povinnosti v průběhu veřejné nabídky, formuluje očekávání společnosti od emise a často také obsahuje předběžně stanovenou smluvní odměnu po dokončení úpisu akcií.<sup>94</sup>

O výběru underwritera se někdy hovoří až v souvislosti s další, *realizační fází*, avšak po osobní konzultaci s odborníky z praxe jsem přesvědčen o tom, že výběr underwritera je natolik důležitý, že by alespoň prvotní kontakt s vytipovaným manažerem následné emise měl proběhnout ještě před tím, než se společnost definitivně

---

<sup>91</sup> V takovém případě hovoříme o tzv. *syndicate structure*. Srov. s ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 135.

<sup>92</sup> Především si ověří její připravenost na IPO a objem potřebného kapitálu, který si společnost přeje prostřednictvím prvotní veřejné nabídky získat.

<sup>93</sup> Srov. MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>94</sup> Tato odměna se často pohybuje jako podíl z objemu celé emise. Nejčastěji 4–7%. Vhodné srovnání se nabízí s ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 136.

pro IPO rozhodne. Na tomto místě je vhodné zdůraznit, že společnost může od záměru provést prvotní veřejnou nabídku kdykoliv, až do samotného úpisu akcií, během celého procesu odstoupit.

Nelze popřít, že stěžejní úloha underwritera spočívá v realizační fázi, na kterou se v následující části podíváme.

### 3. 3. Realizační fáze

#### 3. 3. 1. Valná hromada

Ve chvíli, kdy společnost prošla celou potřebnou transformací (účetnictví, systém řízení corporate governance atd.) a zvolila si svého manažera emise, vstupuje do *realizační fáze IPO*. Tato fáze končí prakticky až samotným úpisem akcií a vstupem společnosti na veřejný regulovaný trh. Hlavním účelem realizační fáze je přesvědčit co největší množství investorů na cílovém trhu o tom, že společnost je ekonomicky stabilní, prosperuje, disponuje velkým růstovým potenciálem, a proto je nákup akcií této společnosti pro investory výhodný.<sup>95</sup>

Nezbytnou součástí realizační fáze je svolání *valné hromady* společnosti. K té dochází v případě, že vedení společnosti dojde k rozhodnutí, že IPO je pro společnost výhodná. Na schůzi valné hromady je třeba rozhodnout o navýšení základního kapitálu upsáním nových akcií ve formě veřejné nabídky. Toto rozhodnutí spadá do pravomocí valné hromady<sup>96</sup>, které by měly být podklady pro rozhodnutí o IPO od managementu předloženy. V souladu s ustanovením § 474 ZOK je navýšení základního kapitálu upsáním nových akcií možné jen v případě, že akcionáři zcela splatili emisní kurs dříve

---

<sup>95</sup> PHUNG, Albert. *What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 26. 2. 2009 [cit. 20. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>

<sup>96</sup> Tuto pravomoc může přenést valná hromada na představenstvo. Srov. ustanovení § 421 odst. 2 písm. b) ZOK.

upsaných akcií<sup>97</sup>, ustanovení § 475 písm. e) pak stanovuje, že v usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu akciové společnosti upsáním nových akcií, musí být určeno, že akcie budou upsány na základě veřejné nabídky.<sup>98</sup> K přijetí rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu je zapotřebí kvalifikovaného souhlasu akcionářů (tzn. alespoň dvoutřetinová většina hlasů každého druhu akcií akcionářů přítomných na valné hromadě).<sup>99</sup> Takto přijaté usnesení valné hromady musí obsahovat dle ust. § 475 ZOK tyto náležitosti:<sup>100</sup>

- a) částku, o kterou má být základní kapitál zvýšen, s určením, zda se připouští upisování akcií nad nebo pod navrhovanou částku, popřípadě do jaké nejvyšší částky,*
- b) počet, jmenovitou hodnotu, druh upisovaných akcií, jejich formu nebo údaj, že budou vydány jako zaknihované cenné papíry,*
- c) údaje pro využití přednostního práva na upisování akcií uvedené v § 485 odst. 1, ledaže se všichni akcionáři nejpozději před hlasováním o zvýšení základního kapitálu vzdali přednostního práva nebo má-li být základní kapitál zvýšen dohodou akcionářů podle § 491,*
- d) určení, zda akcie, které nebudou upsány (...), budou všechny nebo jejich část upsány dohodou akcionářů podle § 491, zda budou nabídnuty určenému zájemci nebo zájemcům s uvedením osob anebo způsobu jeho nebo jejich výběru,*
- e) určení, zda budou akcie nebo jejich část upsány na základě veřejné nabídky podle § 480 až 483,*
- f) upíše-li akcie obchodník s cennými papíry podle § 489 odst. 1, údaje podle § 485 odst. 1, místo a lhůtu, v níž může oprávněná osoba vykonat tam uvedené právo, a cenu, za niž je oprávněna akcie koupit, nebo způsob jejího určení; (...),*

---

<sup>97</sup> Výjimka platí v případě, že dosud nesplacená část je vzhledem k výši základního kapitálu zanedbatelná a valná hromada se zvýšením základního kapitálu tímto způsobem projevila souhlas. Viz ust. § 474 ZOK.

<sup>98</sup> Srov. ust. § 475 písm. e) ZOK.

<sup>99</sup> Zároveň musí být valná hromada usnášeníschopná. Srov. ust. § 412 odst. 1 a ust. § 417 odst. 1 ZOK.

<sup>100</sup> Viz § 475 ZOK.

- g) případný údaj o vyloučení nebo omezení přednostního práva na upisování akcií,*
- h) v případě upisování akcií bez využití přednostního práva upisovací lhůtu a navrhovanou výši emisního kursu (...); emisní kurs nebo způsob jeho určení musí být pro všechny upisovatele stejný,*
- i) účet u banky a lhůtu, v níž upisovatel splatí emisní kurs nebo jeho část (...)*
- j) schvaluje-li se nepeněžitý vklad, jeho popis a částku jeho ocenění postupem podle tohoto zákona a emisní kurs, jmenovitou hodnotu a druh akcií, které se za tento nepeněžitý vklad vydají, jejich formu nebo údaj, že budou vydány jako zaknihované cenné papíry,*
- k) připouští-li se upisování akcií nad částku navrhovaného zvýšení základního kapitálu, určení orgánu společnosti, který rozhodne o konečné částce zvýšení,*
- l) připouští-li se možnost započtení pohledávky vůči společnosti proti pohledávce na splacení emisního kursu, pravidla pro postup pro uzavření smlouvy o započtení (...)*

Zákon o obchodních korporacích ještě dále upřesňuje, konkrétně v ustanovení § 476, jaké další náležitosti třeba v usnesení uvést, pokud dochází k úpisu nových akcií na základě veřejné nabídky. Dalšími požadavky, jenž je třeba uvést jsou<sup>101</sup>:

- a) určení lhůty, do kdy musí představenstvo uveřejnit veřejnou nabídku podle § 480, která nesmí být delší než 2 roky,*
- b) dobu upisování akcií, která nesmí být kratší než 2 týdny,*
- c) postup při upisování akcií a určení části emisního kursu, kterou společnost vyžaduje splatit k okamžiku zápisu do listiny upisovatelů,*
- d) pravidla pro úpis akcií nad rámec navržené výše zvýšení základního kapitálu.*

---

<sup>101</sup> Viz ust. § 476 ZOK.

V případě běžného zvýšení základního kapitálu akciové společnosti je zápis této výše do obchodního rejstříku konstitutivní, avšak pokud je základní kapitál společnosti navýšen přijetím akcií k obchodování na evropském regulovaném trhu (tj. kdy se kapitál zvyšuje prostřednictvím veřejné nabídky cenných papírů), pak jsou právní účinky zvýšení základního kapitálu spojeny až se samotným úpisem akcií a splacením předepsané části jejich emisního kurzu.

### 3. 3. 2 Due dilligence

Další důležitou částí realizační fáze je finanční a právní *due dilligence*, kterou si můžeme nejlépe vymežit jako kompletní hloubkovou prověrku společnosti jak z právní, tak účetní stránky.<sup>102</sup>

Jak jsme si již řekli, stěžejní úlohu v celém procesu IPO, nejen v realizační fázi, má manažer emise (*underwriter*). Ten má na starost také *due dilligence*, kdy samotný *underwriter* se stará především o ekonomickou analýzu, jež zahrnuje již zmíněný výběr trhu vhodného pro emisi, odhad potřebné a možné tržní kapitalizace a další ekonomické aspekty IPO. Právní specialisté provedou tzv. *právní prověrku*, to jest důkladný právní rozbor společnosti a jejího podnikání od založení, včetně úkonů a činností statutárních orgánů, jejích závazků, obchodních smluv a celkového fungování s cílem nalézt případná rizika v průběhu prvotní veřejné nabídky.

Právní část *due dilligence* je pro společnost velice důležitá, neboť právě v tomto bodě je možné odhalit nedostatky, kvůli nimž není IPO možné provést nebo které by výrazně mohly snížit jeho úspěšnost.<sup>103</sup> Společnosti, které plánují nabídnout své akcie investorům a vstoupit tak na regulovaný trh, mají své interní právníky, spolupracující

---

<sup>102</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 136.

<sup>103</sup> KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>, s. 28.

advokátní kanceláře a další odborníky, přesto je však běžné, že si právě pro proces prvotní veřejné nabídky vybírají advokátní kanceláře a specialisty se zaměřením pouze na IPO.

Druhou nedílnou součástí spolupracovníků emitenta či týmu underwritera je auditor či daňový poradce, ten provádí finanční a účetní due dilligence, což zahrnuje důkladnou analýzu společnosti z hlediska finančních ukazatelů, peněžních toků a účetnictví. Výsledkem této hloubkové prověrky je tzv. *comfort letter*. Tímto dokumentem auditor osvědčuje a zároveň se zaručuje, že všechna jeho zjištění jsou pravdivá, odpovídají skutečnému stavu<sup>104</sup> a z těchto zjištění se může vycházet při sestavování prospektu – bez tohoto dokumentu nelze emisi vůbec provést.

Všechny jednotlivé výsledky due dilligence jsou určeny pro interní použití (navíc společnosti, které na nich pracovali jsou vázány mlčenlivostí, *non-disclosure agreement*, v rámci celé transakce). Po provedené hloubkové prověrce je zvykem provést taktéž ocenění společnosti.

Závěry due dilligence a interní valuace společnosti slouží jako stěžejní podklad pro vyhotovení prospektu a stanovení nabídkové ceny akcií, tedy *emisního kurzu*, a jejich nabízeného počtu.<sup>105</sup>

### 3. 3. 3. Prospekt

Prospekt (*angl. prospectus*) je hlavním dokumentem celého procesu prvotní veřejné nabídky a nezbytným předpokladem pro přijetí akcie k obchodování na veřejném trhu. Lze konstatovat, že se jedná o jeden z mála *zákonných požadavků kladených na emitenta* v průběhu celého IPO. Ostatními povinnostmi, které zákon emitentům ukládá jsou dále pouze uveřejnění prospektu (§ 35 ZPKT) a ustanovení

---

<sup>104</sup> Lze nahlížet jako na zaručení se za finanční situaci společnosti stejně jako by byl proveden hloubkový audit.

<sup>105</sup> Srov. JEŽEK; a KOL. Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

týkající se propagace prospektu (§ 36k odst. 1, 2 ZPKT) a zajistit rovné zacházení (§ 36k odst. 3 ZPKT)<sup>106</sup> – podrobněji viz dále.

Původně byl prospekt upraven pouze vnitrostátními právními předpisy<sup>107</sup>, s platností směrnice o prospektu<sup>108</sup> došlo ke sjednocení požadavků na veřejnou nabídku akcií i na náležitosti, schvalování a (vzájemné) uznávání prospektu, což výrazně usnadnilo nabízení cenných papírů a jednotlivé emise v rámci Evropské unie.

Jak bylo uvedeno, směrnice o prospektu zavádí dále jednotné mezinárodní standardy informačních povinností a náležitostí při nabídkách cenných papírů v jiných členských státech a také *jednotný evropský pas* pro emitenty.<sup>109</sup>

Základní právní úprava prospektu je proto dnes obsažena v druhé hlavě zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, do něhož byla transponována většina unijních předpisů týkajících se cenných papírů a obchodování s nimi, především pak předpisů, o nichž byla řeč v kapitole 2. 2. této práce.

### 3. 3. 3. 1. Náležitosti a obsah prospektu

Základní funkcí prospektu je poskytnout potenciálním investorům *dostatečné informace* pro kvalifikované posouzení nabízených cenných papírů (akcií) i samotného emitenta. Netřeba dodávat, že veškeré informace uvedené v prospektu musí být

---

<sup>106</sup> HUSTÁK; a KOL. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>107</sup> Především zákonem č. 591/1992 Sb., o cenných papírech a vyhláškou Ministerstva financí č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru, oba předpisy však byly zrušeny a nahrazeny – konkrétně zákonem č. 89/2012 Sb., občanským zákoníkem a zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

<sup>108</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/71/ES, později významně novelizována směrnicí Evropského parlamentu a Rady č. 2010/73/EU. Touto novelizací došlo především ke snížení administrativní zátěže pro emitenty. In: Šovar, J. Úprava prospektu cenného papíru a veřejné nabídky investičních cenných papírů po očekávané novelizaci. *Obchodněprávní revue*, 2011, č. 5, s. 144.

<sup>109</sup> ČECH, P. *Nová směrnice ES o prospektu*. Právní zpravodaj: měsíčník pro právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2004, č. 3. ISSN 1212-8694, s. 8.



pravdivé, správné a úplné (viz ust. § 36b ZPKT). Zákonnou definici a náležitosti prospektu nám poskytne ustanovení § 36 odst. 1 a odst. 2 ZPKT<sup>110</sup>:

(1)

*“Prospekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je žádáno o přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu, nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a dluhů, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí osoby zaručující se za splacení cenných papírů (dále jen "ručitel"). Prospekt musí být formulován srozumitelně, způsobem umožňujícím snadnou analýzu.”*<sup>111</sup>

(2)

*“Prospekt obsahuje údaje o emitentovi a cenném papíru, který má být veřejně nabízen nebo přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu, a shrnutí prospektu. (...)”*<sup>112</sup>

Zde pouze zdůrazním spojení uvedené v prvním odstavci, a to *veškeré údaje*, kdy se jedná především o podrobné ekonomické informace o nabízených akcích, o emitentovi a jeho stavu (převážně za poslední 3 roky) a taktéž o jeho obchodních plánech do budoucna. Všechny tyto informace by měly být relevantní pro investory, aby byli schopni učinit co nejinformovanější rozhodnutí, budou-li mít o upisované akcie společnosti zájem či nikoliv. Převážná část informací zahrnutá do prospektu vychází z provedeného due dilligence.

---

<sup>110</sup> Do tohoto ustanovení je promítnuto znění nařízení (ES) č. 809/2004.

<sup>111</sup> § 36 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění. In: Sbírká zákonů. 14. duben 2004.

<sup>112</sup> § 36 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění. In: Sbírká zákonů. 14. duben 2004.

V souladu s dikcí ustanovení § 36 odst. 4 ZPKT lze údaje v prospektu taktéž uvést odkazem na jeden či více dokumentů, avšak pouze v případě, že tyto dokumenty již byly schváleny Českou národní bankou, popřípadě jsou-li aktuálně ve schvalovacím procesu. Prospekt musí vždy odkazovat pouze na nejaktuálnější dokumenty, které musí být dostupné po celou dobu uveřejnění prospektu.

V určitých případech může ČNB povolit zúžení prospektu o některé náležitosti, dle ust. §36e ZPKT, ale musí být neustále zachována podmínka, že prospekt nebude klamavý. Jedná se o náležitosti,

- a) *které nejsou podstatné pro účely veřejné nabídky, pro přijetí na trh a pro posouzení ekonomické situace emitenta (...)*
- b) *jejichž uveřejnění by bylo v rozporu s veřejným zájmem*
- c) *jejichž uveřejnění by mohlo významně poškodit emitenta a jejichž neuveřejnění neuvede veřejnost v omyl ohledně nabízených cenných papírů a emitenta (...)*<sup>113</sup>

Následující části prospektu se věnují samotným cenným papírům a procesu jejich upisování.<sup>114</sup>

*Shrnutí prospektu* je rovněž zákonnou náležitostí každého prospektu akcie a jeho obsahem by měla být především základní charakteristika emitenta a rizik s ním (s jeho cennými papíry) spojených. Ustanovení § 36 odst. 5 ZPKT blíže rozvádí, že se jedná o *strukturovaný, stručný a srozumitelný dokument* ve stejném jazyce, ve kterém byl vyhotoven samotný prospekt. Zákon dále stanovuje, že shrnutí prospektu musí obsahovat:

---

<sup>113</sup> Viz ustanovení § 36e písm a), b) a c) ZPKT.

<sup>114</sup> Srov. STESKOVÁ, Hana. *Zvýšení základního kapitálu akciové společnosti. Právní úprava a praktická aplikace*. Brno, 2014. 131 s. Rigorózní práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Dostupné také z WWW: [http://is.muni.cz/th/100596/pravf\\_r/RIGO\\_HS\\_Zvyseni\\_ZK\\_AS.pdf](http://is.muni.cz/th/100596/pravf_r/RIGO_HS_Zvyseni_ZK_AS.pdf) s. 3.

a) upozornění na to, že:

- 1. toto shrnutí představuje úvod k prospektu,*
- 2. rozhodnutí investovat do cenných papírů by mělo být založeno na tom, že investor zváží prospekt jako celek,*
- 3. v případě, kdy je u soudu vznesena žaloba, týkající se údajů uvedených v prospektu, může být žalující investor povinen nést náklady na překlad prospektu, vynaložené před zahájením soudního řízení, nebude-li v souladu s právními předpisy stanoveno jinak, a*
- 4. osoba, která vyhotovila shrnutí prospektu včetně jeho překladu, je odpovědná za správnost údajů ve shrnutí prospektu pouze v případě, že je shrnutí prospektu zavádějící nebo nepřesné při společném výkladu s ostatními částmi prospektu, nebo že shrnutí prospektu při společném výkladu s ostatními částmi prospektu neobsahuje informace uvedené v odstavci 5 písm. b), a*

b) strukturovaný přehled informací nezbytných k posouzení povahy cenného papíru a rizik s ním spojených tak, aby na jejich základě a při zvážení prospektu jako celku mohl adresát nabídky usoudit, zda je cenný papír pro něj vhodný; tento přehled obsahuje alespoň:

- 1. stručnou charakteristiku emitenta cenného papíru a případného ručitele, včetně rizik spojených s majetkem, závazky a finanční situací těchto osob,*
- 2. stručný popis podstatných rizik emitenta cenného papíru a případného ručitele,*
- 3. stručný popis podstatných rizik souvisejících s investicí do daného cenného papíru, základní charakteristiku investice do tohoto cenného papíru a popis práv spojených s tímto cenným papírem,*
- 4. v případě, že se jedná o shrnutí prospektu vydávané v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů, rovněž důvody veřejné nabídky, způsob, jakým emitent nebo osoba činící veřejnou nabídku použije výnosy veřejné nabídky, a obecné podmínky veřejné nabídky, včetně odhadů výše poplatků spojených s nabytím cenných papírů, které jsou předmětem veřejné nabídky, a*
- 5. v případě, že se jedná o shrnutí prospektu vydávané v souvislosti s přijetím cenného papíru k obchodování na evropském regulovaném trhu, podrobnosti o přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu včetně odhadů výše*

*poplatků spojených s nabytím cenných papírů, které mají být přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu.*<sup>115</sup>

Všechny náležitosti prospektu (týkající se jednotlivých druhů cenných papírů a dalších) jsou upraveny v nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů (dále jen “nařízení o prospektu”). Zákon o podnikání na kapitálovém trhu konkrétní obsahové specifika prospektu neupravuje neboť toto nařízení je prováděcím aktem směrnice o prospektu a je tudíž přímo aplikovatelné ve všech členských státech Evropské unie.

Již bylo řečeno, že prospekt lze vyhotovit jako dokument jednotný či složený ze samostatných dokumentů. Těmito samostatnými dokumenty jsou *registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu*.

*Registrační dokument* obsahuje základní informace o emitentovi – emitent, jenž má již vypracovaný registrační dokument, který je platný (tj. byl v předcházejících 12 měsících schválen dohledovým orgánem), může použít tento a vyhotoví pouze doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu.<sup>116</sup> Doklad o cenném papíru obsahuje údaje o nabízeném cenném papíru, který je nabízen nebo má být přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu – jedná se především o informace o druhu, formě, počtu kusů, ISIN (identifikační označení cenného papíru) a celkové nominální hodnotě emise. Dále informace o dividendách, způsob převodu a emisní kurz akcie. Rovněž také informace o úpisu a postupu při veřejné nabídce, spolu s lhůtou pro upisování.

V případě, že je prospekt vyhotovován jako jednotný dokument, skládá se prospekt z následujících částí v tomto pořadí:

---

<sup>115</sup> Ustanovení § 36 odst. 5 písm. a) a b) ZPKT.

<sup>116</sup> Viz ust. § 36 odst. 7 a 8 ZPKT.

- 1. jasný a podrobný obsah;*
- 2. souhrn uvedený v čl. 5 odst. 2 směrnice 2003/71/ES; (údaje o emitentovi a údaje o nabízených cenných papírech aj. – pozn. autora)*
- 3. rizikové faktory spojené s emitentem a druhem cenného papíru v dané emisi;*
- 4. jiné údaje zahrnuté do programů a modulů, podle nichž je prospekt sestavován.<sup>117</sup>*

Pokud se sestavuje prospekt jako složený dokument, pak je pořadí údajů obsažených v registračním dokumentu i dokladu o cenném papíru následující:

- 1. jasný a podrobný obsah;*
- 2. podle potřeby rizikové faktory spojené s emitentem a druhem cenného papíru v dané emisi;*
- 3. jiné údaje zahrnuté do programů a modulů, podle nichž je prospekt sestavován.<sup>118</sup>*

Dle ustanovení § 36 odst. 6 ZPKT vyhotovuje prospekt buď sám emitent nebo osoba, která má v úmyslu veřejně nabízet cenné papíry či žádá o přijetí cenného papíru k obchodování na evropském regulovaném trhu (manažer emise) nebo sám organizátor trhu, který má v úmyslu cenné papíry na svůj trh k obchodování přijmout. V případě, že je těchto osob více, vyhotovují prospekt společně, pokud je jednou z těchto osob emitent, vyhotovuje prospekt emitent.

Za obsah i za správnost a úplnost údajů uvedených v prospektu je dle zákona (ust. §36b odst. 1 ZPKT) odpovědná osoba, jež prospekt vyhotovila, případně spolu s ní i ručitel, je-li uveden v prospektu a pokud se zaručil za správnost údajů. V prospektu musí být tato osoba<sup>119</sup> uvedena, včetně prohlášení, že jsou údaje v prospektu správné a

---

<sup>117</sup> Článek 25 odst. 1 nařízení Komise (ES) č. 809/2004, o prospektu. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:02004R0809-20130828>

<sup>118</sup> Článek 25 odst. 2 nařízení o prospektu.

<sup>119</sup> Pokud vyhotovovalo prospekt více osob společně, pak odpovídá za obsah prospektu každá z těchto osob.

že v něm nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam prospektu.<sup>120</sup>

### 3. 3. 3. 2. Schvalování prospektu a jeho uveřejnění

Jakmile je prospekt dokončen, je zapotřebí zaslat jej příslušnému regulátorovi (v našem případě se jedná o Českou národní banku) spolu se žádostí o schválení prospektu a zahájení schvalovacího řízení, tuto žádost podává osoba, jež prospekt vyhotovila. Přílohou žádosti jsou dva výtisky návrhu prospektu, a v případě emitenta, který již má své cenné papíry přijaté k obchodování na evropském regulovaném trhu či již veřejně cenné papíry nabízel, také tyto doklady (dle ust. § 36c odst. 6 písm. b) s odkazem na ust. § 36c odst. 5 ZPKT).

Jedná-li se o proces IPO, tedy o proces *prvotní* veřejné nabídky cenných papírů, běží ČNB lhůta 20 pracovních dnů. ČNB požádá o doplnění prospektu, jsou-li předložené dokumenty neúplné nebo je nutné doplnění dalších údajů. Lhůta pro vydání rozhodnutí počíná běžet znovu ode dne, kdy ČNB obdrží požadované údaje.<sup>121</sup>

Česká národní banka může schválit i prospekt, kde některé údaje chybí. Předběžný prospekt musí v takovém případě obsahovat informace o tom, jak budou chybějící údaje doplněny – jedná se nejčastěji o chybějící informaci o emisním kurzu, který je standardně stanoven až později na základě poptávky na trhu.

Vyjdou-li najevo nové skutečnosti týkající se emise (celkový objem, emisní kurz aj.) lze je doplnit do prospektu v průběhu schvalovacího procesu nebo je uveřejnit až jako součást konečného prospektu (v dodatku prospektu).<sup>122</sup>

Po schválení prospektu je nezbytné ho uveřejnit bez zbytečného odkladu (ust. § 36h odst. 1 ZPKT) jedním nebo více způsoby, které zákon umožňuje. Mezi tyto způsoby patří zveřejnění:

---

<sup>120</sup> Viz ust. § 36 odst. 1 ZPKT.

<sup>121</sup> Ustanovení § 36c odst. 7 ZPKT.

<sup>122</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1. s. 136.

- a) na internetových stránkách emitenta nebo osoby, která požádala o přijetí investičního cenného papíru k obchodování bez souhlasu emitenta, nebo na internetových stránkách obchodníka s cennými papíry nebo osoby uvedené v § 24 odst. 5 nebo v § 28 odst. 6, pokud cenné papíry umísťuje nebo prodává,*
- b) v úplném znění v alespoň jednom celostátně distribuovaném deníku a současně způsobem podle písmene a),*
- c) v podobě brožury, která je bezplatně dostupná veřejnosti v sídle a provozovně organizátora regulovaného trhu, na kterém mají být cenné papíry přijaty k obchodování, nebo v sídle emitenta nebo v sídle osoby, která požádala o přijetí investičního cenného papíru k obchodování bez souhlasu emitenta, a v sídlech a provozovnách obchodníků s cennými papíry (...), kteří cenné papíry umísťují nebo prodávají, a současně způsobem podle písmene a),*
- d) na internetových stránkách organizátora regulovaného trhu, na kterém je žádáno o přijetí k obchodování, nebo který sám přijímá investiční cenný papír k obchodování, nebo*
- e) na internetových stránkách nabízejícího, pokud cenné papíry veřejně nabízí jiná osoba než emitent.<sup>123</sup>*

Pokud se daný prospekt skládá z několika dokumentů či odkazů, lze tyto dokumenty uveřejnit a šířit samostatně, avšak způsoby uveřejnění (viz výše) musí být splněny u každého dokumentu zvlášť. Každý takovýto dokument navíc musí obsahovat informaci, kde lze ostatní dokumenty, které tvoří v celku prospekt, nalézt.<sup>124</sup>

Je-li prospekt či jeho části uveřejněn pouze na internetových stránkách, je povinen emitent či osoba zodpovědná za uveřejnění prospektu, doručit investorovi na jeho žádost *bezplatně* také listinnou kopii prospektu.<sup>125</sup>

Prospekt nemusí být uveřejněn v případech vyjmenovaných v ust. § 35 odst. 2 písm. a) až d) ZPKT – tedy především v případech, kdy je veřejná nabídka směřována výhradně kvalifikovaným investorům, omezenému počtu osob (nepřevyšující 150,

---

<sup>123</sup> Ustanovení § 36h odst. 1 písm. a) až e) ZPKT. In: Sbirka??

<sup>124</sup> Ustanovení § 36h odst. 2 ZPKT.

<sup>125</sup> Ustanovení § 36h odst. 3 ZPKT.

vyjímaje kvalifikované investory) či pokud nejnižší možná investice nebo jmenovitá hodnota odpovídají stanovenému limitu v eurech.<sup>126</sup>

Pro prvotní veřejnou nabídku na území České republiky je důležité ustanovení § 36h odst. 4 ZPKT, kde je stanoveno, že dochází-li k veřejné nabídce na území ČR, musí být prospekt uveřejněn *v českém nebo anglickém jazyce*. Shrnutí prospektu se pak uveřejňuje vždy v jazyce českém.

Prospekt je pro účely veřejné nabídky platný po dobu 12 měsíců ode dne jeho schválení Českou národní bankou, případné výjimky lze nalézt v ustanovení § 36i ZPKT, po tuto dobu musí být taktéž uveřejněn dle zákonných požadavků.

Pokud je prospekt schválen regulátorem a řádně uveřejněn, může emitent požádat o přijetí svých akcií k obchodování na veřejném regulovaném trhu. Aby mohly být cenné papíry emitenta přijaty, musí splnit podmínky stanovené organizátorem daného trhu. V České republice je pro IPO využíván nejčastěji trh Burza cenných papírů Praha (dále jen BCPP či PSE), podmínky pro přijetí na tento trh lze nalézt v části VI. burzovních pravidel vydávaných organizátorem trhu.

Žádost o přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu může být předložena i v anglickém či slovenském jazyce a musí obsahovat především:

- 1) základní údaje o emitentovi (*obchodní firma, sídlo, IČO, výši základního kapitálu, identifikaci emitenta dle NACE* <sup>127</sup>, *případně další náležitosti u zahraničních emitentů*) a

---

<sup>126</sup> Tento limit stanovuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU a je ve výši 5 000 000 EUR.

<sup>127</sup> NACE (Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes), univerzální klasifikační systém využívaný na území členských států Evropské unie k rozlišení jednotlivých podniků dle oboru podnikání.



2) konkrétní údaje o emisi akcií (*ISIN, druh a forma akcií, právní řád dle kterého byly akcie vydány, objem emise, jmenovitá hodnota a další*).<sup>128</sup>

K žádosti se spolu s prohlášením emitenta, že všechny uvedené údaje jsou pravdivé a úplné, že splňuje všechny zákonné požadavky na přijetí svých akcií k obchodování a další, v souladu s požadavky burzovních pravidel, dále přikládá:

- doklad o přidělení ISIN<sup>129</sup>
- případná plná moc od emitenta, žádá-li o přijetí jiný subjekt
- prospekt spolu s uvedením informací o jeho uveřejnění
- účetní závěrky emitenta za poslední tři roky
- stanovy emitenta a další náležitosti týkající se převážně zahraničních emitentů.

Dle článku 3, části VI. burzovních pravidel BCPP, rozhoduje o přijetí akcií k obchodování výbor pro kotaci ve lhůtě do 15 pracovních dnů od doručení žádosti. V případě chybějících údajů si tyto burza od emitenta vyžádá a po doplnění začne stejná lhůta běžet znovu.

Stává se, při IPO, že v době rozhodování výboru o přijetí není ještě schválen prospekt. Proto je možné vydat rozhodnutí o *tzv. podmíněném přijetí*, kdy ve chvíli, jakmile je prospekt schválen ČNB, hledí se na emitenta, jako by byla jeho žádost k obchodování řádně přijata. V případě, že dojde k odmítnutí emitentovy žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na BCPP, může opětovnou žádost podat až po uplynutí 1 roku od účinnosti rozhodnutí o nepřijetí.

### 3. 3. 4. Roadshow a bookbuilding (marketing emise)

Během realizačního procesu celého IPO je potřeba vzbudit zájem o chystanou emisi akcií emitenta a oslovit konkrétní investory. O této části se obecně hovoří jako o marketingu emise. Na starost si ji bere především manažer emise, neboť právě dobrý

---

<sup>128</sup> Pro detailnější informace viz Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, část VI.*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 3. 2. 2016]. Dostupné z:

[http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

<sup>129</sup> Toto identifikační číslo přiděluje Centrální depozitář cenných papírů, na základě žádosti emitenta.

ekonomický výsledek celé emise na regulovaném trhu se odráží i na výši jeho odměny a renomé.

Underwriter si povětšinou do svého týmu pro tuto část přibírá spolupracující reklamní, mediální a PR agentury, specializované ekonomické tiskové mluvčí a další subjekty, které mu pomáhají efektivně propagovat připravovanou prvotní veřejnou nabídku. Rozdělit marketing emise můžeme na tzv. *roadshow* a *bookbuilding*.

Jako *roadshow* označujeme samotnou propagaci a reklamu emise. Velmi často je tato část provedena ještě před sestavením prospektu a zasláním žádosti o schválení regulátorovi. Management společnosti, spolu s manažerem emise, představuje své obchodní plány, aktuální situaci a seznamuje investory s chystanou emisí. Základním cílem je komunikovat chystanou emisi prostřednictvím co nejlépe cílené reklamní kampaně a zajistit si tím potenciální investory a zájemce o IPO.<sup>130</sup> Pokud nebyl zvolen emisní kurz akcie v počátcích procesu, jsou právě výsledky roadshow (zjištěný zájem o společnost, její postavení na trhu a další) a následného bookbuildingu klíčové pro stanovení tohoto kurzu – v praxi hovoříme o *pricingu*.<sup>131</sup> Roadshow obvykle probíhá po celou dobu příprav a končí těsně před úpisem a vstupem na trh.

*Bookbuilding* je od devadesátých let 20. století standardní formou určování emisního kurzu a alokace akcií při IPO. Bookbuilding probíhá v návaznosti na výsledky roadshow, přestože je vždy určitá část emise vyhrazena drobným investorům, v průběhu bookbuildingu se manažer emise soustřeďuje na velké investiční společnosti a obchodníky s cennými papíry, kteří zasílají underwriterovi své poptávky na nákup určitého objemu emise. Poptávky by se měly pohybovat v cenovém rozpětí, které manažer emise určil. Během zasílání nezávazných poptávek (obvykle toto období trvá několik dní), mohou investoři své poptávky měnit či rušit, stejnou možnost má i manažer emise a emitent, tedy i oni mohou měnit nabízený kurz a jeho cenové hladiny.

---

<sup>130</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 138.

<sup>131</sup> Pricing, neboli stanovení emisního kurzu, může být proveden formou stanovení fixního kurzu nebo právě bookbuildingem (viz dále). Ojedinele se lze setkat s tím, že se stanovuje aukcí. In: Signal Trade. *IPO – Initial Public Offering*. In: [signaltrade.cz](http://signaltrade.cz) [online]. [cit. 18. 1. 2016]. Dostupné z: <http://www.signaltrade.cz/jak-investovat-do-ipo/>

Na závěr bookbuildingu jsou přijaté informace z poptávkové fáze zpracovány a manažer emise poté po dohodě s emitentem určí konečnou cenu a alokaci emise. Jelikož se nejedná o aukci, kdy by byla cena stanovena prostým průnikem poptávkové a nabídkové křivky, je obtížné vysledovat mechanismus, na základě kterého je tato cena stanovena. Velmi často se však pohybuje v původním kurzovním rozpětí, neboť emitent i manažer emise se obávají, že v případě výrazného zvýšení původně komunikovaných cen by mohlo dojít k výraznému opadu zájmu oslovených investorů.<sup>132</sup>

### 3. 4. Úpis akcií

Tato fáze je taktéž označována jako *post-realizační* nebo také *post-transakční*. Při získání posledních údajů dochází k finalizaci prospektu, jeho konečnému zveřejnění, úpisu emitovaných akcií prvním investorům a k počátkům obchodování na veřejném regulovaném trhu. Dochází tedy k přechodu z primárního trhu (úpis akcií) na trh sekundární (obchodování na regulovaném trhu).

Jakmile je emisní kurz akcií spolu s počtem nabízených akcií emitenta stanoven, jsou investoři závazně vyzváni (prostřednictvím předložené nabídky), aby potvrdili svůj zájem o emisi. Je-li zájem jednotlivých investorů potvrzen, je podepsána upisovací smlouva, kde je stanovena upisovací cena, celkový objem emise a struktura budoucích upisovatelů, jež mohou být oznámeny regulátorovi kapitálového trhu a následně zapracovány do konečného prospektu, který musí být dodatečně schválen regulátorem (ČNB).<sup>133</sup>

Dle ustanovení § 481 ZOK dochází k úpisu akcií nabízených v rámci IPO zápisem do *listiny upisovatelů*. Tento zápis musí obsahovat několik zákonných náležitostí, patří mezi ně zejména:

- *druh, počet, forma a jmenovitá hodnota upisovaných akcií*
- *emisní kurz*
- *jméno a bydliště nebo sídlo upisovatelů*

---

<sup>132</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 140.

<sup>133</sup> Tamtéž.

- číslo majetkového účtu, na který mají být vydány zaknihované akcie
  - podpis
- (pokud chybí některý z předepsaných údajů, platí, že k zápisu nedošlo)<sup>134</sup>

Upisovateli je po zápisu a splacení části emisního kurzu vydáno společností písemné potvrzení obsahující druh, počet, formu a jmenovitou hodnotu upsaných akcií spolu s celkovou hodnotou emisního kurzu upsaných akcií a rozsah jeho splacení.

Jakmile dojde k úpisu akcií v objemu odpovídajícímu rozsahu zvýšení základního kapitálu a pokud je splaceno nejméně 30% jejich jmenovité hodnoty (včetně emisního ážia<sup>135</sup>), je představenstvo, dle ust. § 492 ZOK, povinno bez zbytečného odkladu podat návrh na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

V kontextu této povinnosti je vhodné zmínit, že obecně lze za úspěšnou považovat takovou emisi, jejíž objem dosáhl alespoň celé částky zvýšeného základního kapitálu schváleného valnou hromadou.<sup>136</sup>

Aby mohly být upsané akcie emitenta obchodovány na veřejném regulovaném trhu, musí být podána žádost o přijetí emise cenných papírů na tento regulovaný trh. Tato žádost se řídí konkrétními burzovními pravidly trhu. Praxe je však taková, že emitent tuto žádost podává ještě dříve, než k emisi dojde (a často i před tím, než regulátor schválí prospekt akcie dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Z tohoto důvodu je o procesu rozhodování o této žádosti a následného přijetí akcií k obchodování pojednáno v části věnující se realizační fázi výše.

---

<sup>134</sup> Ust. § 481 odst. 2 ZOK.

<sup>135</sup> Emisní ážio je rozdíl mezi emisním kurzem a jmenovitou hodnotou akcie.

<sup>136</sup> Srov. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management I. část*. 2. vyd. Brno: Vysoké učení technické, 2003, s. 45. ISBN 80-214-2487-7.

### 3. 5. Listing akcií a stabilizace kurzu

Poté, co byly akcie upsány, rozděleny svým novým vlastníků a byly přijaty k obchodování na veřejném regulovaném trhu, má ještě manažer poměrně důležitou úlohu a tou je stabilizace kurzu obchodovaných akcií po uvedení na trh, a tedy stabilizace celé emise. Nově přijaté tituly k obchodování na sekundárním trhu často zažívají tzv. *IPO efekt*, to znamená, že nově emitované akcie přijaté k obchodování na burzovním trhu mají tendenci nejen vzbudit zájem drobných investorů, ale především držitelé akcií, kteří zakoupili část emise ještě před vstupem na regulovaný trh za upisovací kurz, nejsou logicky ochotni prodávat pod tímto kurzem. Tato situace zpravidla trvá u IPO titulů i několik dní, dokud nedojde k dostatečné obměně vlastníků obchodovaných cenných papírů.<sup>137</sup>

Úkolem underwritera je využít efekt nového titulu a zabránit nebo alespoň co nejvíce zpomalit případný pokles ceny akcií po uvedení na sekundární trh. Pro tento účel má manažer emise k dispozici několik nástrojů, nejrozšířenějším a nejúčinnějším nástrojem je *green-shoe opce*<sup>138</sup>. Jedná se o praxi, která je v počátcích obchodování s titulem tolerována i ze strany regulátora a organizátora příslušného trhu. Manažerovi emise je tímto nástrojem umožněno prodat větší množství akcií, existuje-li po nich odpovídající poptávka, než byla původní velikost emise. Green-shoe opci poskytuje underwriterovi emitent, obvykle se jedná o opci na 10–15% původní velikosti emise. Opci lze standardně uplatnit během prvních 30 dnů obchodování. Pro manažera emise je počáteční stabilita kurzu (a také jeho růst) nově obchodovaných akcií otázkou především prestiže a dobře odvedené práce během celého IPO.<sup>139</sup>

---

<sup>137</sup> Srov. Signal Trade. *IPO – Initial Public Offering*. In: [signaltrade.cz](http://signaltrade.cz) [online]. [cit. 18. 1. 2016]. Dostupné z: <http://www.signaltrade.cz/jak-investovat-do-ipo/>

<sup>138</sup> Název pochází z IPO uskutečněného v roce 1963, kdy byla na newyorskou burzu uvedena společnost The Green Shoe Manufacturing (dnes Stride Rite Corp., pozn. autora) a tato stabilizační metoda byla použita. In: RIBEIRO, Gonzalez Ana. *Greenshoe Options: An IPO's Best Friend*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 27. 9. 2010 [cit. 14. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/greenshoe-option-ipo.asp>

<sup>139</sup> ŠENKYŘÍK, Ivo. *Analýza IPO v ČR*. Praha, 2009. 100 s. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví. Vedoucí práce prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.. Dostupné také z WWW: <https://isis.vse.cz/zp/18155>

### 3. 6. Důsledky obchodování pro emitenta

V úvodní části bylo zmíněno, že vstup společnosti na veřejný regulovaný trh a počátek obchodování s jejich akciemi, je poměrně značný zásah do fungování firmy. Důsledky, které tento krok pro společnost přináší musí být zváženy ještě před rozhodnutím podstoupit celý proces IPO. Lze konstatovat, že stěžejní příprava začíná již v přípravné fázi veřejné nabídky. Hlavním dopadem na společnost je zejména množství povinně zveřejňovaných informací týkajících se emitenta – nejen vůči veřejnosti (v důsledku ochrany a kvalifikovaného informování investorů), ale také vůči regulátorovi (ČNB) a organizátorovi regulovaného trhu.

Základní rozsah informačních povinností emitenta vychází ze směrnice o transparentnosti, která emitentům ukládá *pravidelnou informační a oznamovací povinnost*, a jejíž ustanovení byla transponována zejména do druhé hlavy deváté části zákona o podnikání na kapitálovém trhu (ustanovení 117a až 121b ZPKT). Jedná se především o tyto informace:

- *výroční a pololetní zpráva emitenta*
- *mezitímní zpráva obsahující alespoň vysvětlení důležitých skutečností (transakcí, událostí) spolu s jejich dopadem na finanční situaci a hospodaření emitenta a také popis podnikatelské činnosti a výsledků hospodaření emitenta*<sup>140</sup>
- *případná změna práv spojená s akciemi či jiným cenným papírem přijatým k obchodování na trhu*
- *informace o přijatých půjčkách, úvěrech či nové emisi*
- *návrh změny stanov či rozhodnutí o snížení či zvýšení základního kapitálu*
- *oznamování podílů na hlasovacích právech emitenta*
- *dojde-li ke změně, pak celkový počet hlasovacích práv a výše základního kapitálu*

---

<sup>140</sup> Ustanovení § 119a odst. 1 písm. a) a b) ZPKT.

Ve stejném zákonu došlo také k částečné transpozici směrnice o zneužívání trhu (ust. § 124 a násl. ZPKT). Zákon tedy dále ukládá emitentovi, aby zveřejňoval vnitřní informace, které se ho týkají, a stejně tak zakládá povinnost osob zastávajících řídicí funkce ve společnosti (manažeri) nebo osob jim blízkých, aby regulátorovi oznámili jakoukoliv soukromou transakci týkající se investičních nástrojů emitenta, ČNB následně tato oznámení uveřejňuje.<sup>141</sup>

Česká národní banka v souvislosti s informačními a oznamovacími povinnostmi emitentů kótovaných cenných papírů zřídila systém, *Centrální úložiště regulovaných informací*, kde publikuje veškeré informace zveřejněné a oznámené jednotlivými společnostmi a dalšími osobami týkající se investičních nástrojů a emitentů. Povinnost na zpřístupnění zveřejňovaných informací byla ČNB založena implementací<sup>142</sup> směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Musím však zdůraznit, že přestože se jedná o centrální úložiště vedené regulátorem trhu, nezbavuje to emitenty povinnosti tyto povinné údaje zveřejnit dle ust. § 127 odst. 1 a 2 ZPKT.<sup>143</sup>

---

<sup>141</sup> Ust. § 125 odst. 5 ZPKT.

<sup>142</sup> Ust. § 127a odst. 1 ZPKT.

<sup>143</sup> *Centrální úložiště regulovaných informací*. In: Česká národní banka [online]. [cit. 27. 2. 2016]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/informace\\_zverejnovane\\_emitenty/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/informace_zverejnovane_emitenty/)

### 3. 7. Shrnutí

V této kapitole jsme detailně prozkoumali celý proces *IPO* z pohledu emitenta a jako modelový trh jsem zvolil Burzu cenných papírů Praha (PSE), neboť jsem toho názoru, že se jedná o praktickou ukázkou fungování v českých reáliích a navíc lze obdobný postup spatřovat na trzích v ostatních členských státech Evropské unie. Díky důsledné harmonizaci právních předpisů v oblasti kapitálových trhů jsou požadavky vstupu na trhy v jiných členských zemích obdobné, což je také jedním z důvodů, proč spousta emitentů volí možnost duální kotace svých cenných papírů na více trzích. Jako příklad je možné uvést dlouho připravované IPO společnosti Kofola (prosinec 2015), jež si právě pro svůj vstup mezi veřejně obchodované tituly vybrala pražskou i varšavskou burzu. Tomuto IPO se budeme věnovat v závěrečné kapitole.

Celý proces prvotní veřejné nabídky je poměrně náročný, zdlouhavý a také nákladný, proto v následující části rozebereme ekonomické aspekty, které společnost musí před IPO zvážit a dopady celého procesu na její fungování a následně na její finanční situaci.



## 4. Ekonomické aspekty a dopady IPO na akciovou společnost

Důvodů, proč se společnost rozhodne zvýšit svůj základní kapitál, nabídnout své akcie a vstoupit na burzovní trh může být několik – mezi ty hlavní patří snížení zadlužení, rozložení rizika mezi co největší množství subjektů (akcionářů), finanční exit současného vlastníka, zvýšení kredibility společnosti a mimo jiné i růst hodnoty společnosti a prestiž.

Hlavní motivací, v případě úspěšné emise, je pro společnost získání nemalého objemu finančních prostředků, s nimiž má možnost financovat své současné aktivity nebo budoucí rozvoj společnosti jinou formou, než úvěrovou metodou. V případě IPO dochází k vydání nových akcií a navýšení základního kapitálu, lze se však také setkat s prodejem části akcií ve vlastnictvích původních akcionářů. Běžně se jedná o kombinaci obou možností.

Neméně důležitým pozitivem prvotní veřejné nabídky akcií společnosti je i zvýšení likvidity především již vydaných akcií. Akcie soukromé společnosti jsou zpravidla jen velmi těžko zpeněžitelné, kdežto akcie, s nimiž se veřejně obchoduje a jsou kótovány na burzovním trhu, jsou až na výjimky velmi likvidní. Pro zajímavost bych rád uvedl, že v prospektu jednoho z největších IPO v historii, a to společnosti Facebook, která v roce 2012 uvedla akcie své společnosti na NASDAQ<sup>144</sup>, hovoří zakladatel společnosti o její IPO jako o splnění závazku vůči investorům a zaměstnancům, jimž bylo slíbeno, že společnost vstoupí na burzu, aby se produkt, na kterém tak dlouho a usilovně pracovali, stal dostatečně likvidním.<sup>145</sup>

Aby společnost mohla učinit kvalifikované rozhodnutí, je zapotřebí, aby zvážila všechny pozitiva i negativa, jež může IPO přinést.

---

<sup>144</sup> Největší americký elektronický burzovní trh.

<sup>145</sup> Volný autorský překlad. Dostupné z TAULLI, Tom. *4 Reasons Companies Go Public*. In: [investorplace.com](http://investorplace.com) [online]. 9. 2. 2012 [cit. 1. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.investorplace.com/ipo-playbook/4-reasons-companies-go-public/#.VuxLuGPNDhh>

## 4. 1. Výhody IPO

Jelikož IPO nemá většinou jeden hlavní důvod, a jedná se spíše toliko o průnik dílčích aspektů, je třeba uvědomit si, jaké všechny přínosy z něj plynou. Za hlavní výhody emise akcií a vstupu společnosti na veřejný regulovaný trh můžeme považovat:

- *získání kapitálu (mimo bankovní sektor)*
- *snížení zadlužení společnosti a optimalizace kapitálové struktury (snížení debt-equity ratio<sup>146</sup>)*
- *restrukturalizace vlastnické struktury*
- *výrazně větší volnost při nakládání s kapitálem*
- *růst tržní hodnoty (tržní ocenění) a povědomí o společnosti*
- *IPO jako akviziční prostředek*
- *motivace a odměna klíčových zaměstnanců*

Stěžejní výhodou celého IPO je samozřejmě získání kapitálu pro rozvoj společnosti. I když je vlastní kapitál považován za dražší zdroj financování, je pro každou korporaci nezbytný. Ustálený podíl vlastního kapitálu zajišťuje společnosti patřičnou stabilitu i finanční sílu – nejen pro obchodní partnery, ale také pro případné investory nebo pro bankovní instituce. Často po IPO dochází ke sjednání nových úvěrů, kterými společnost refinancuje dosavadní závazky, protože z pozice veřejně obchodované společnosti má mnohem lepší vyjednávací prostor s bankami a dosáhne na výrazně lepší podmínky financování.<sup>147</sup>

V případě dobře provedené a úspěšné primární emise akcií má emitent možnost získat takový objem kapitálu, jenž by ani více bank nebylo schopno, resp. ochotno v rámci úvěru poskytnout. Získané finanční prostředky z emise akcií navíc nejsou

---

<sup>146</sup> Ekonomický ukazatel podílu cizího a vlastního kapitálu, klíčový především pro investory při porovnávání finanční situace jednotlivých společností.

<sup>147</sup> Srov. ŠENKYŘÍK, Ivo. *Analýza IPO v ČR*. Praha, 2009. 100 s. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví. Vedoucí práce prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.. Dostupné také z WWW: <https://isis.vse.cz/zp/18155>

zatíženy úroky, podmínkami či lhůtami, a tudíž je má společnost k dispozici bez konkrétního časového a účelového určení – zde je však důležité zvážit budoucí dividendovou politiku společnosti.<sup>148</sup>

Současným akcionářům poskytuje IPO možnost provést finanční i strategický exit – ať už úplný či částečný, včetně například předání společnosti jinému vedení. V souvislosti s odchodem akcionářů je třeba upozornit na to, že v takovém případě se běžně neemitují nové akcie společnosti, dochází tedy k prodeji akcií již vydaných a tedy zisk z emise náleží původním akcionářům a neslouží společnosti pro financování jejích aktivit.

Velké společnosti se shodují, že je mnohem náročnější hledat a oslovovat investory *ad hoc*, kteří by výměnou za minoritní podíl kapitálově vstoupili do společnosti a pomohli jí s financováním, než nabídnout akcie veřejně, nejen v rámci roadshow, ale i následně při kotaci akcií na regulovaném trhu.

Přijetí akcií společnosti k obchodování na kapitálovém trhu je doprovázeno značnou publicitou a PR, což má samozřejmě pozitivní efekt na její jméno a důvěryhodnost. Svůj neodmyslitelný efekt má i samotný fakt, že společnost je obchodována na burze. Lze proto označit za jeden z vedlejších důvodů pro IPO i nárůst prestiže.

Pro investory je emise akcií společnosti a její vstup na burzu v podstatě nejtransparentnější metodou a největším odhalením celé společnosti, díky tomu je jejich rozhodování, zda se stát akcionářem a investovat svá aktiva do konkrétní entity, výrazně jednodušší a jistější.

---

<sup>148</sup> Patria.cz. *IPO – možnosti primárních emisí v ČR*. In: [patria.cz](http://patria.cz) [online]. 26. 9. 2010 [cit. 1. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

## 4. 2. Nevýhody IPO

Celá primární emise akcií je pro společnost, z finanční stránky především, velmi zajímavá, avšak je zapotřebí důkladně zvážit každý negativní aspekt IPO. Těch je několik.

Předně musí být management a akcionáři schopni odhadnout, zdali by na kapitálovém trhu vůbec existovala dostatečná poptávka a zájem investorů o akcie společnosti. Je známá spousta případů, kdy jinak prosperující korporace byly na pokraji bankrotu jen několik málo měsíců po emisi. Samozřejmě k tomu přispívá také značná nepředvídatelnost kapitálovém trhu a výkyvy jednotlivých aktiv.

Management si musí být vědom také toho, že celý proces IPO je velmi nákladný – finančně, personálně i časově. I když má společnost schopného underwritera a sestavený silný realizační tým, může se stát, že během celého procesu bude management společnosti velmi vytížen (schůzky s underwriterem, příprava prospektu, due dilligence, přechod na účetní standardy IFRS a mnoho dalších).

Společnost se musí smířit s tím, že se vstupem na burzovní trh ztrácí v důsledku četných informačních a notifikačních zákonných povinností velkou míru soukromí a je nucena veřejně sdělovat značné množství interních informací, ke kterým mají snadný přístup konkurenti. Se ztrátou soukromí neodmyslitelně souvisí také ztráta určité kontroly původních akcionářů, což samozřejmě závisí na celkovém množství nabízených akcií. Omezení se tedy týká nejen kontroly nad fungováním společnosti, ale je také omezena dispozice s vlastními cennými papíry.

Pro jednotlivé emitenty je často přechod na principy řízení společnosti dle OECD (*corporate governance*) značně komplikovaný, jelikož v rámci tohoto přechodu je nutné vyhotovit interní pravidla řízení společnosti, změnit zaběhnuté postupy a procesy, investovat do komunikování těchto změn směrem k zaměstnancům, akcionářům i obchodním partnerům.

Za další komplikaci je často označováno narušení obchodní strategie společnosti po jejím vstupu na burzu, jelikož se výrazně zvyšují požadavky (ze strany nových akcionářů) na finanční výkonost společnosti a dividendovou politiku. Většina nových

akcionářů jsou lidé bez jakékoliv vazby na danou společnost a velmi často i bez znalosti trhu, na němž emitent působí. Jejich hlavním zájmem je pak co největší zisk z investovaných finančních prostředků do společnosti, proto sílí především tlak na management společnosti ohledem finanční výkonnosti v krátkém a střednědobém období. Z pohledu investora se nejde o nic překvapivého, ale pro společnost může být, vzhledem k budoucímu vývoji, tato jednostranná orientace na “rychlý zisk” fatální.

Jedním z nejdůležitějších aspektů při zvažování prvotní veřejné nabídky akcií společnosti jsou náklady na celý proces. Veškeré náklady vztahující se k IPO by vydaly na samostatnou kapitolu, avšak pro rámcovou představu si přiblížíme pouze ty nejvýznamnější.

Náklady mohou být u různých společností zcela odlišné. Základními faktory pro určení jejich, alespoň přibližné výše, jsou;

- 1) *trh*, na kterém je IPO zamýšleno,
- 2) *způsob úpisu*, a
- 3) *celkový objem emise*<sup>149</sup>.

Ekonomické náklady vznikají nejen v souvislosti s jednotlivými fázemi IPO, ale také v post-listingové fázi. Mezi náklady, bez nichž není možné IPO provést, patří zejména náklady na manažera emise, jehož odměna je však převážně tvořena dle výsledné úspěšnosti emise, dále provozní náklady vzniklé v souvislosti s přípravou prospektu, přechodem na účetní standardy, změny v řídicích procesech společnosti, due dilligence a marketingový budget. Značná suma je vynaložena především na advokáty, auditory a další specialisty, kteří se podílejí na přípravné i realizační fázi primární emise. V případě IPO na zahraničních trzích je potřeba také započítat poplatky, jež jsou odváděny organizátorům burzovním trhu<sup>150</sup>.

---

<sup>149</sup> JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

<sup>150</sup> V podmínkách českého nebo slovenského kapitálového trhu jsou tyto náklady minimální.

Jakmile jsou akcie emitenta přijaty k obchodování na regulovaném trhu, vznikají společnosti další náklady zejména na splnění zákonných informačních povinností, komunikaci směrem k roztržštěné akcionářské struktuře, plnění dalších regulačních nařízení, jež se týkají na veřejně obchodované společnosti.

Již bylo uvedeno, že celkové náklady na IPO není možné přesně vyčíslit a jsou z velké části závislé na celkovém objemu emise. Přesto lze s určitou přesností tyto náklady aproximovat. Pro zajímavost uvádím srovnání nákladů na IPO ve Spojených státech, ve Velké Británii a v České republice. Náklady jsou vyjádřeny v procentuálním poměru k objemu celé emise (tabulka č. 1).<sup>151</sup>

<b>Spojené státy americké (<i>NASDAQ, NYSE</i>)</b>	6,2–7,4 % z objemu emise
<b>Velká Británie (<i>LSE</i>)</b>	3,3–3,8% z objemu emise
<b>Česká republika (<i>PSE</i>)</b>	3,2–3,6% z objemu emise

Tabulka č. 1

Při pohledu na tabulku je velmi zajímavé srovnání nákladnosti IPO na londýnské a newyorské burze. Prestiž obou kapitálových trhů je srovnatelná, navíc se na nich pohybují podobní investoři, přesto jsou náklady na IPO na území USA téměř dvojnásobné. Důvodem je především velmi silná regulace ze strany americké SEC (*Securities and Exchange Commission*), náročné zákonné požadavky a velké transakční náklady při propagaci IPO a přesvědčování investorů.

Nejčastěji udávaná výše vedlejších nákladů na primární emisi (tj. roadshow, vyhotovení prospektu, poradenská činnost externích subjektů, reporting a další), při vstupu na trhy v zemích střední a východní Evropy, se pohybuje v rozmezí 600 000 až 900 000 EUR. Následné náklady spojené pak přímo s vlastním obchodováním na burze, informační povinnosti jsou již velmi individuální a je těžké je zevšeobecnit. Nejen odborníci, ale především společnosti, při celkovém hodnocení nákladů, uvádějí, že

<sup>151</sup> Zdroj: OXERA: The cost of raising capital: An international comparison. London, 2006. s. 4.

náklady na získání kapitálu formou veřejné nabídky akcií se pohybují ve výši 13–22% celkového objemu emise.

Jak můžeme vidět na ukázkových číslech i na rozpětí finančních nároků na IPO, je zřejmé, že se nejedná o levný prostředek získání kapitálu, ba naopak. Společnosti, jež mají stabilní cashflow (a neměli by tudíž mít problém získat výhodné úvěry od bankovních institucí) a potřebují získat finanční prostředky na další rozvoj by měly velmi dobře zvážit, zdali je pro tento účel IPO vhodným řešením.

#### **4. 3. Alternativní možnosti k IPO**

Společnosti, které potřebují získat větší obnos financí zejména pro snížení současné zadluženosti nebo pro budoucí rozvoj svých aktivit mají i jiné možnosti, než je IPO. Důvodů, proč IPO nezrealizovat, může být několik. Nejčastěji však společnosti uvádí, že se jedná právě o finanční náročnost celého procesu a o množství informací, které musí o sobě jednotliví emitenti ze zákona zveřejňovat.

Asi nejobvyklejší alternativou je obrácení se s žádostí o úvěr na bankovní instituci. Velkou nevýhodou úvěrů jsou jednak již zmíněná omezení výše poskytnutého úvěru a především pak účelové i časové podmínky finančních úvěrů, kvůli kterým je flexibilita takto získaných prostředků značně snížena. Navíc pro spoustu společností podnikajících na nových trzích (internetové služby, nanotechnologie, obecně tzv. startupy aj.) je obtížné splnit podmínky pro získání úvěru. Značnou výhodou úvěrové formy financování pak zůstává fakt, že nedochází k rozptýlení vlastnické struktury a zásahů do vedení společnosti.

Méně časté je pak financování prostřednictvím vstupu investora, strategického či finančního, který do společnosti vloží svůj kapitál. Velkou výhodou zejména v případě strategického investora je získání nového know-how a využití zkušeností a kontaktů, které s sebou nový investor přináší, a tím společnosti usnadňuje například vstup na nového trhu a další expanzi. Při vstupu cizího subjektu do společnosti je však velmi důležité, aby byla zachována dostatečná kontrola nad řízením společnosti a nedošlo ke zbytečnému rozptýlení akcionářské struktury.

Pro získání dodatečných finančních prostředků se může společnost rozhodnout pro emisi a veřejnou nabídku nikoli svých akcií, ale dluhopisů. Tyto dluhopisy bývají často veřejně obchodovatelné. Tento postup lze považovat za obdobný k IPO, avšak náklady na emisi dluhopisů jsou řádově nižší. Pro velké společnosti s dostatečným cashflow se jedná pravděpodobně o nejlevnější způsob získání kapitálu. Ovšem i zde platí, že to není ideální volba pro menší subjekty a rovněž je zde z pohledu společnosti velmi nízká flexibilita.

Rád bych připomenul, že každé z výše zmíněných financování (včetně IPO) lze prakticky použít pouze v určitých fázích života a fungování společnosti. Kupříkladu je nemyslitelná emise akcií či dluhopisů malých a začínajících společností, které se musí spoléhat především na individuální investory či venture kapitál, neboť mají často díky nízkému cashflow problém dosáhnout na bankovní úvěry a už vůbec není v jejich možnostech oslovit dostatečné množství investorů pro emisi dluhopisů nebo veřejnou nabídku akcií a vstup na burzovní trh.



## 5. Case study

V závěrečné kapitole této práce si přiblížíme a stručně probereme IPO vybraných společností, a přestože každé z těchto společností by se dalo věnovat mnohem větší množství prostoru, rozhodl jsem se pouze pro názorné ukázky, aby bylo možné představit si celý proces prvotní veřejné nabídky v praxi.

Pro účely této případové studie použiji tři společnosti. V rámci demonstrace celého procesu v prostředí českého, a tedy taktéž unijního kapitálového trhu jsem zvolil společnosti *New World Resources (NWR)* a *Kofola ČeskoSlovensko*. V případě té první se jednalo o těžebního giganta, který se rozhodl emitovat své akcie a nabídnout je k obchodování na pražské (PSE), londýnské (LSE) i varšavské burze (GPW) a co do objemu jde zároveň o největší emisi na českém kapitálovém trhu. Druhá společnost, na jejíž nedávný vstup na pražskou burzu se podíváme, je *Kofola ČeskoSlovensko*, která se z malé rodinné firmy dopracovala až k IPO. Zajímavé je rozebrat vývoj společnosti a především vysvětlit motivaci k rozhodnutí veřejně nabídnout své akcie. S poslední společností, *Alibaba Holdings Group*, se přesuneme na jeden z největších světových kapitálových trhů do New Yorku, aby bylo možné představit si základní rozdíly mezi evropským a americkým trhem a taktéž nahlédnout na okolnosti největšího IPO v historii.

### 5. 1. New World Resources (NWR)

#### 5. 1. 1. Profil společnosti a důvody IPO

V roce 2008 společnost New World Resources N. V., registrována v Nizozemsku, oznámila svůj záměr nabídnout veřejně své akcie a vstoupit na kapitálový trh. Od roku 2004 se stala NWR, po sérii akvizic do níž patřila i koupě společnosti OKD, a. s., jednou z největších a ekonomicky nejsilnějších společností na území střední a východní Evropy v oblasti těžby a zpracování převážně černého uhlí. Její stěžejní aktivity se nacházely v České republice a v Polsku, společnost v tom čase působila také v Německu, v Rakousku, v Maďarsku i na Slovensku. V době před chystanou primární emisí zaměstnávala, ať už přímo nebo prostřednictvím svých dceřiných společností, přes 22 tisíc zaměstnanců.

Vlastnická struktura byla rozdělena mezi čtyři subjekty – stejné podíly ve výši 40,5% vlastnili společnosti RPG Industries SE (RPGI)<sup>152</sup> a britský fond Crossroads Capital Investments Inc. (CCII). Minoritní podíly byly pak rozloženy mezi další dvě právnické osoby.

Pokud si položíme otázku, proč se společnost rozhodla pro IPO, nenajdeme na ni jednoduchou odpověď. Samozřejmě hlavní motivací nebo spíše důvodem pro veřejnou emisi bylo, dle vedení společnosti a jejího prospektu, získání prostředků na svou investiční a akviziční politiku – především na nákupy dolů v sousedním Polsku, kde v roce 2009 plánovala společnost sérii větších i menších investic.

Na druhou stranu můžeme spatřovat důvod emise akcií ve snaze hlavních akcionářů o exit, tj. vystoupení ze společnosti a získání hotovosti za své akcie. Argumentem, jenž pro tuto teorii zaznívá je především podíl nabízených akcií – z celkového objemu 83 013 344 kusů veřejně nabízených akcií bylo nově emitováno pouze 13 500 000 akcií<sup>153</sup>. Zbývajících téměř 70 milionů akcií bylo původně ve vlastnictví většinových akcionářů NWR, kteří se rozhodli tyto akcie nabídnout k prodeji. Z celkového množství emitovaných akcií se jednalo v první vlně emise přibližně o alokaci 25 až 33% veškerých akcií společnosti na kapitálový trh.

Od počátku byly v úvaze dva hlavní kapitálové trhy, na kterých měla NWR zájem své akcie nabídnout. Jednalo se o burzy v Londýně a v Praze. Vedení společnosti však uvažovalo i o Varšavě, avšak v počátcích spíše jako o záložním trhu. Nakonec však dospěla společnost k rozhodnutí, že vzhledem k plánovanému rozvoji aktivit společnosti na území Polska bude IPO i na tomto trhu dobrou volbou.

Hlavním manažerem emise pro tzv. globální nabídku, to znamená zastřešení všech trhů a stěžejní úlohu v přípravné a realizační fázi IPO, se stalo konsorcium složené z investičních bank a brokerských společností – Morgan Stanley, Goldman Sachs

---

<sup>152</sup> Společnost RPGI byla ve vlastnictví českého podnikatele Zdeňka Bakaly. Nepřímo měl také vliv na dění v CCII.

<sup>153</sup> In: Patria-finance.cz. *Primární emise akcií společnosti NWR N. V.*. In: [patria-finance.cz](http://patria-finance.cz) [online]. 12. 9. 2008 [cit. 16. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.patria-finance.cz/IPO/NWR/Landing.html>

International a JPMorgan Cazenove. Spolumanažery celé emise byli Barclays Capital, Erste Bank, Patria Finance, Unicredit Markets & Investments Banking a Wood & Company.

Úlohou vedoucích manažerů pro oslovení a realizaci IPO na českém trhu byly pověřeni banka Česká Spořitelna, investiční a brokerská společnost Patria Finance a investiční specialista Wood & Company.<sup>154</sup>

### 5. 1. 2. Příprava, realizace a prospekt

Vzhledem k celosvětovému působení skupiny NWR pro ni nebylo náročné podrobit se corporate governance, neboť velkou část z těchto zásad již splňovala a fungovala dle nich. To samé platí o mezinárodních účetních standardech, které jsou také jednou z podmínek realizace IPO. Klíčové, při sestavování celého prospektu a pozdější tvoření nabídkové ceny, bylo interní ocenění společnosti a celé due dilligence. Na tomto místě se hodí uvést, že průměrný obrat společnosti se za poslední tři roky před vstupem na regulovaný trh (roky 2005 až 2007 včetně) pohyboval okolo 35–40 miliard Kč s ukazatelem EBITDA<sup>155</sup> ve výši atakující 10 miliard Kč.

Společnost NWR při sestavování Prospektu a během celé přípravy IPO těžila z vhodně zvolených manažerů a partnerů emise. Byly to právě velké zahraniční investiční banky, které se postaraly o celou veřejnou nabídku akcií velmi dobře a které se nemalou měrou podíleli na následné úspěšnosti této emise.

Prospekt cenných papírů NWR se skládá z 596 stran a je rozdělen na 18 stěžejních částí, přičemž první částí je shrnutí prospektu (*summary*), další části pak pojednávají o rizikových faktorech, nejen pro celý holding, ale také pro jeho dceřiné společnosti, ekonomická rizika společnosti, vládní regulace odvětví, ve kterém podniká a také

---

<sup>154</sup> Prospekt akcií společnosti NWR. In: New World Resources N.V.. *IPO Prospectus*. In: [newworldresources.eu](http://newworldresources.eu) [online]. 5. 4. 2008 [cit. 10. 3. 2016]. Dostupné z: [www.newworldresources.eu/~media/Files/en/investors/ipo-documents/NWR%20IPO%20Prospectus\\_23Apr08.ashx](http://www.newworldresources.eu/~media/Files/en/investors/ipo-documents/NWR%20IPO%20Prospectus_23Apr08.ashx)

<sup>155</sup> Zisk společnosti před započtením úroků, daní a odpisů, zjednodušeně lze označit jako hrubý provozní zisk.

samotná rizika jednotlivých akcií a celé nabídky. Následují pasáže jako například obecné vzkazy investorům, podrobné informace o celé společnosti (komparativní výhody, historie, současná vlastnická struktura, konkurence, odběratelé a dodavatelé, náklady, vlastní majetek a spousta dalších), analýza trhu a celého odvětví, management společnosti a další údaje.

Druhá část se věnuje pak samotným akcií a jejich nabídce, tedy principy stanovení ceny, alokace akcií, podmíněnost nabídky, určení jednotlivých brokerů a ostatní technicko-organizační podmínky úpisu.

Poslední část prospektu objasňuje technologické a odvětvové pojmy v prospektu používané a připojuje finanční reporty společnosti.

Vyhotovený prospekt byl předložen *AFM* (nizozemskému regulátorovi – *Autoriteit Financiële Markten*), ten prospekt následně schválil a díky možnosti využití jednotného evropského pasu pro emitenty cenných papírů, byl tento prospekt použit pro veřejnou nabídku cenných papírů na kapitálových trzích zároveň v České republice a v Polsku. Na základě takto schváleného prospektu bylo možné přijmout akcie společnosti NWR k obchodování na pražské i varšavské burze.

Upisovací období bylo stanoveno v termínu od 24. dubna do 5. května 2008, kdy měla být nejpozději známá konečná cena a výsledná alokace a následující den, tj. 6. května 2008 bylo zahájeno obchodování s těmito akciemi na burze.

V prospektu cenného papíru je uvedena cena za akcii, a to 13,25 GBP (britských liber), dolní hranice byla odhadována na 10,25 GBP. Jelikož obchodování bylo primárně prováděno na londýnské burze jako hlavním trhu, byly všechny ceny stanoveny v GBP. V případě velkého zájmu o akcie NWR a v případě potřeby bylo v rámci emise a díky poskytnuté green-shoe opci umožněno navýšení celkového počtu nabízených akcií o 15%.

V rámci přípravy emise byla uzavřena dohoda se stávajícími akcionáři a managementem, že po dobu 180, resp. 365, dnů nenabídnou své akcie na žádném

kapitálovém trhu, to mělo sloužit k růstu a zájmu o akcie společnosti. Toto období bývá označováno jako tzv. *lock-up period*, a přestože se nejedná o zákonnou povinnost, jde o běžnou praxi na trzích u emisí v Evropě i ve Spojených státech.<sup>156</sup>

### 5. 1. 3. Výsledky emise a následný vývoj

Vzhledem k rostoucím finančním výsledkům NWR, zejména díky dceřiné společnosti OKD, a perfektně zvládnuté roadshow emise byly výsledky emise mnohem lepší, než se původně očekávalo. Nejen správně zvolení institucionální investoři a fondy, kterým byly akcie nabídnuty, ale také silný tlak na retail distribuci, tj. komunikaci a distribuci směrem k drobným individuálním investorům, byly hlavními důvody velkého úspěchu.

Poptávka po akciích společnosti byla velmi vysoká, ihned první den došlo k velkému růstu akcií, o téměř 7 procentních bodů nad upisovací hodnotu. Celkově dosáhla emise objemu 1,1 miliardy GBP<sup>157</sup>, dle tehdejšího kurzu se jednalo o více než 35 miliard Kč. Díky této částce se jednalo o největší emisi v historii pražské burzy cenných papírů.<sup>158</sup> Na českém a polském trhu bylo upsáno a alokováno okolo 11% celkového objemu emise.

V důsledku výrazného poklesu cen na světovém trhu s černým uhlím se začala finanční a provozní situace v OKD, potažmo v NWR značně zhoršovat. Do konce roku 2008 se cena jedné akcie dostala pod hranici 100 Kč. V následujících letech cena fluktovala v rozmezí 80–120 Kč. Největší propad cen černého uhlí přišel v roce 2010, od té doby se všichni investoři snaží prodat své podíly v NWR, což zapříčinilo extrémní

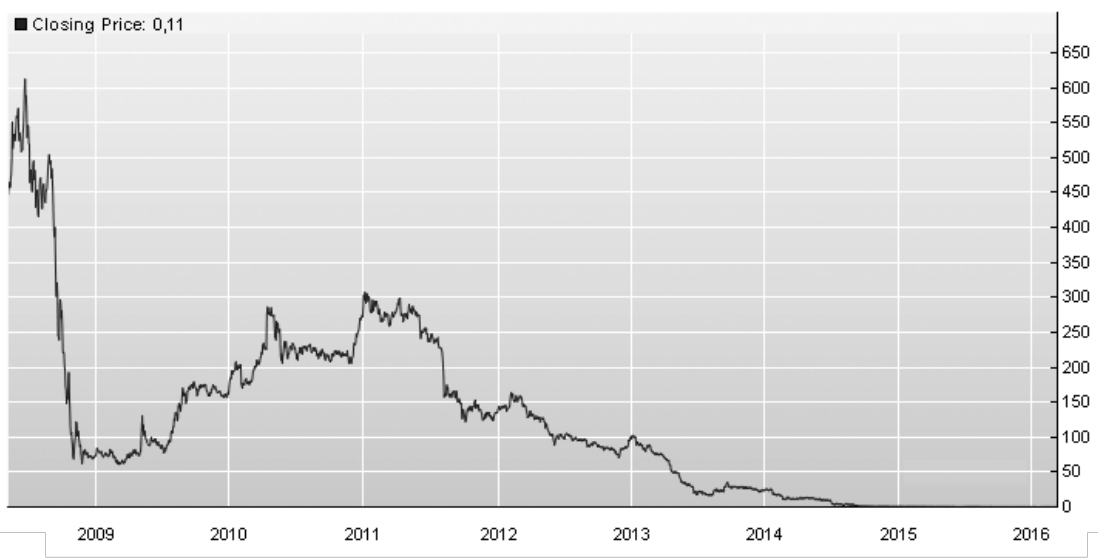
---

<sup>156</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>157</sup> LANDOVÁ, Kristýna. *Bakala odzvonil úspěšné IPO, NWR by podle Koblice mohlo mít v indexu PX váhu 7,3 %*. In: [patria.cz](http://patria.cz) [online]. 6. 4. 2008 [cit. 7. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1199185/bakala-odzvonil-uspesne-ipo-nwr-by-podle-koblice-mohlo-mit-v-indexu-px-vahu-73-.html>

<sup>158</sup> Pro zajímavost lze uvést, že se jednalo o největší IPO na londýnské burze v daném roce (2008) a o jednu z největších emisí na burze ve Varšavě.

pokles kurzu až na dnešní, téměř nulovou hodnotu. Ke dni 11. března 2016 byla cena jedné akcie společnosti NWR 0,10 Kč, ostatně celý vývoj kurzu je přehledně vidět na grafu č. 1. Téměř totožná situace se odehrává na varšavské i londýnské burze.



Graf č. 1 – Vývoj kurzu akcií společnosti NWR na PSE (2009–2016) Zdroj: patria.cz

Příčin je několik, zejména cena černého uhlí na trhu, nulové či spíše negativní provozní cashflow, velmi drahé úvěry, které v minulosti byly společnosti poskytnuty a další. NWR nezbývá nic jiného než doufat v celosvětový růst ceny černého uhlí a nebo spoléhat na záchranu ze strany státu.

Nutno konstatovat, že společnost NWR neudržela nastavené tempo svého vstupu na kapitálový trh a doplatila nejen na světovou hospodářskou krizi v letech 2008–2011, ale také na velké investiční plány a na nevytvoření si dostatečných finančních zásob pro svůj provoz. Nakonec ztratila veškerou důvěru investorů a její cenné papíry pozbyli svou hodnotu.

## 5. 2. Kofola ČeskoSlovensko

### 5. 2. 1. Cesta k IPO

Vznik společnosti Kofola je datován do roku 1996<sup>159</sup>, přesto historie značky sahá až do šedesátých let 20. století, kdy vznikla v socialistickém Československu původní značka ochuceného nápoje Kofola.<sup>160</sup> Je třeba uvést, že společnost Kofola nemá ve svém portfoliu pouze stejnojmenný nealkoholický nápoj, ale několik dalších značek, je rovněž výhradním distributorem zahraničních výrobců nápojů a její působnost se postupně rozšiřuje na Slovensko, do Polska i do zemí bývalé Jugoslávie.

Zajímavé je, že společnost Kofolu lze označit za původně rodinnou firmu, kterou vybudovala a vždy většinově vlastnila rodina Samarasových. Od roku 2002 se rodinná společnost SP Vrachos stala jediným držitelem práv k obchodní značce Kofola. Po tomto roce se společnosti povedlo velké množství úspěšných akvizic a těžila z velkého zájmu nejen o původní český nápoj, ale také o jeho nově vyrobené alternativy a modifikace.

Vzhledem k původnímu charakteru rodinné společnosti je zřejmé, že exit vlastníků ze společnosti nebyl důvodem k jejímu IPO. Hlavní motivací společnosti Kofola ČeskoSlovensko nabídnout své akcie k prodeji bylo především snížení stávajícího dluhu, který si vyžádala akviziční obchodní politika a získání dalších prostředků pro rozvoj v regionu střední a východní Evropy. Společnost se netají tím, že má ambice dále postupovat na Maďarský a Slovinský trh.

Pro představu bych rád ještě uvedl čísla týkající se společnosti ke konci roku 2014. Celá skupina společnosti zaměstnává přes 2 300 lidí, má osm výrobních závodů (mimo své hlavní trhy má výrobní závod také v Rusku) a její tržby se pohybovali na hranici 6,3 miliardy Kč a s hodnotou EBITDA na úrovni 915 milionů Kč. Tyto údaje jsou zajímavé například při porovnání s předcházející případovou studií, IPO

---

<sup>159</sup> Původní název společnosti byl SP Vrachos.

<sup>160</sup> Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – historie společnosti*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 14. 1. 2016 [cit. 17. 3. 2016]. Dostupné z: <http://firma.kofola.cz/historie>

společnosti New World Resources, kdy se jednalo přibližně o ekonomicky desetinásobně větší společnost.<sup>161</sup>

### 5. 2. 2. Proces IPO

Valná hromada společnosti Kofola ČeskoSlovensko, a. s. se v roce 2015 rozhodla zvýšit svůj základní kapitál vydáním nových akcií<sup>162</sup> (těch bylo nabídnuto 275 tisíc kusů) a prodejem 1 900 000 kusů akcií jednoho z původních akcionářů. Celkový počet akcií, emitovaných společností, je 22 295 000 kusů, tedy v rámci IPO mělo být nabídnuto přibližně 10% všech akcií.

Manažerem emise byl zvolen rakouský bankovní holding Erste Bank Group, do něžž spadá např. Česká spořitelna, která byla také ustanovena jako český manažer emise pro retail (nabídku menším investorům a jednotlivcům). Úloha právního zástupce a zaštit'ovatele celého IPO byla svěřena mezinárodní advokátní kanceláři Baker&McKenzie.

Po důkladném zvážení se společnost rozhodla, že své akcie nabídne na regulovaných trzích v Praze (PSE) a ve Varšavě (WSE), přičemž pražská burza bude trhem primárním a na varšavském trhu pak bude obchodováno v rámci duálního listingu. Výběr domácího kapitálového trhu byl poměrně logickou volbou, ostatně sám o tom mluví i většinový majitel a generální ředitel Jannis Samaras, když v tiskové zprávě, kde Kofola oznámila svůj záměr jít na burzu uvádí:

*„Skupina Kofola je ve velmi dobré kondici a stále se rozvíjí. Během posledních let jsme zásadně proměnili a rozšířili naše nápojové portfolio, posílili jsme ve všech distribučních kanálech a začali jsme působit na zcela nových, velmi perspektivních*

---

<sup>161</sup> Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – finanční ukazatele*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 12. 8. 2015 [cit. 12. 3. 2016]. Dostupné z: <http://firma.kofola.cz/investor/financi-ukazatele>

<sup>162</sup> Původně se mělo jednat o zvýšení základního kapitálu společnosti pouze vydáním nových akcií, avšak ještě před zahájením celého procesu bylo zřejmé, že o akcie společnosti bude velký zájem, proto se jeden ze současných akcionářů rozhodl k nově vydávaným akciím přidat i své současné.



*trzích. Mám velkou radost, že se na budoucnosti Kofoly budou moci podílet i naši spotřebitelé, kteří kofolí nápoje dobře znají a mají je rádi.*“<sup>163</sup>

Závěrečný prospekt (celkem 424 stran) byl schválen Českou národní bankou a uveřejněn 20. listopadu 2015, jak bylo původně předpokládáno, do 1. prosince pak probíhala roadshow a bookbuilding a v tento poslední den realizační fáze došlo k určení nabídkové ceny a konečného počtu nabízených akcií. Od 2. prosince se již s akciemi společnosti obchodovalo v Praze, o týden později pak ve Varšavě.

### 5. 2. 3. Úpis a výnos z emise

Celkové množství nabízených akcií bylo nakonec stanoveno na 1,5 milionu kusů (představujících 6.73% všech akcií) a nabídková cena na 510 Kč. Zájem o tuto emisi byl značný, avšak Kofola si za cíl kladla výrazněji oslovit i malé, individuální investory – z tohoto důvodu bylo také více než 16% z počtu nabízených akcií rozdělené mezi tyto investory, což je velmi vysoké procento s ohledem na obdobné emise, jež se snaží orientovat více na velké investiční subjekty. Zbytek pak připadl na investory institucionální.<sup>164</sup> Celkový objem emise činil 765 milionů Kč, přičemž na svůj rozvoj společnost za 250 tisíc nově vydaných akcií získala částku ve výši přesahující 140 milionů Kč.<sup>165</sup>

První dny po zahájení obchodování akcií společnosti na pražské i polské burze bylo možné spatřit klasický IPO efekt, kdy nové tituly zažívají poměrně rychlý nárůst (v tomto případě se jednalo o 1-2 procentní body). Efekt se však brzy vytratil a koncem prvního prosincového týdne spadly akcie pod svůj emisní kurs.

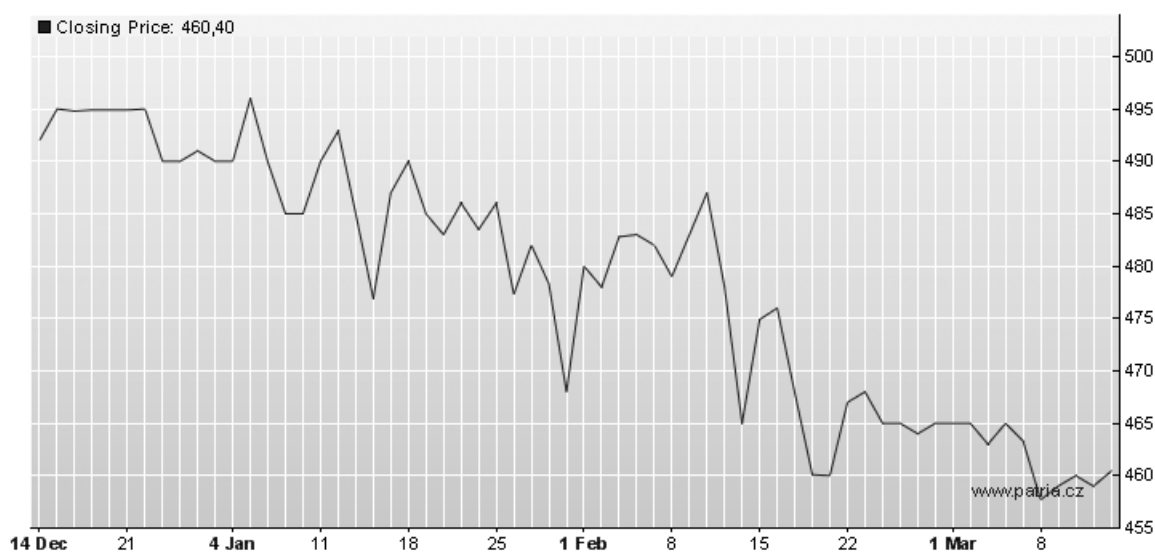
---

<sup>163</sup> Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – Burzovní leták (CZ)*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 1. 11. 2015 [cit. 12. 3. 2016]. Dostupné z: [http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KOFOLA\\_burzovni\\_letak\\_CZ.pdf](http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KOFOLA_burzovni_letak_CZ.pdf)

<sup>164</sup> Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – aktuální zpráva č. 5/2015*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 1. 12. 2015 [cit. 17. 3. 2016]. Dostupné z: [http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KCS\\_current\\_report\\_2015\\_05\\_issue\\_price\\_cz.pdf](http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KCS_current_report_2015_05_issue_price_cz.pdf)

<sup>165</sup> Zbýlých přibližně 625 milionů Kč připadlo akcionáři (polská investiční společnost CED Group), jenž nabídl své akcie k prodeji během IPO.

V březnu 2016 se cena obchodovaných akcií společnosti Kofola ČeskoSlovensko držela ve fluktuálním pásmu 450-460 Kč. Je velmi těžké, po necelých čtyřech měsících obchodování, predikovat, jakým směrem se bude kurz vyvíjet, přesto si myslím, že významné akviziční portfolio a síla značky Kofola bude patřit mezi stabilní tituly na nejen českém kapitálovém trhu. Vývoj výše kurzu za první čtyři měsíce obchodování dokládá graf č. 2.



Graf č. 2 – Vývoj kurzu akcií společnosti Kofola ČeskoSlovensko na BCPP (2015/16)

Zdroj: Patria.cz

Z mého pohledu velmi oceňuji celý marketing emise, který byl obzvlášť v oblasti retailu silný, za což svědčí i množství akcií upsaných individuálními investory. Kladně taktéž hodnotím také celé PR okolo této emise a i celkovou snahu společnosti Kofola udělat ze své veřejné nabídky nejen dobrý zdroj kapitálu, ale také formu odměny pro všechny své zaměstnance, jimž za každý jejich odpracovaný rok ve společnosti věnovali jednu akcii. Společnost navíc vyhlásila předvánoční soutěž pro její zákazníky, kteří mohli vyhrát akcie společnosti a stát se tak akcionáři své “oblíbené značky”.

### 5. 3. Alibaba Holdings Group a primární emise v USA

Jako poslední případovou studii jsem zvolil primární veřejnou nabídku akcií Alibaba Holdings Group. Do roku 2016 se jedná zatím o největší IPO v historii s několika zajímavými aspekty. Alibaba Group je původem čínská společnost, která svůj úspěch postavila na zprostředkování transakcí prostřednictvím internetu, převážně pak na přímém prodeji věcí vyrobených v Číně do celého světa. Postupně si vytvořila vlastní online aukční platformu, systém elektronických plateb a lze ji považovat za jednoho z hlavních průkopníků nakupování přes internet. Pro své IPO si však zvolila americký kapitálový trh, a to jeden z největších – New York Stock Exchange (NYSE). Tento krok měl několik stěžejních důvodů, jedním z nich byla poměrně velká nestabilita čínského kapitálového trhu a druhým, dle mého názoru tím hlavním, důvodem je celková otevřenost amerických investorů a celého trhu vůči společnostem, které vyrostly a fungují na online platformě.

Vzhledem k tradici IPO v angloamerické ekonomické kultuře, je zde mnohem větší důraz kladen na regulaci trhu. Komise pro cenné papíry (SEC) lze ve Spojených státech označit za hlavního regulátora, přesto v celém procesu regulace figuruje několik dalších institucí – od amerického Kongresu až po různé samosprávné organizace.<sup>166</sup> Jelikož je velikost i důležitost amerického kapitálové trhu nesrovnatelně vyšší oproti kontinentálním kapitálovým trhům, jsou i požadavky na vstup na něj mnohem přísnější. To samé platí například i o objemu a podrobnosti následně zveřejňovaných informací.

Komise pro cenné papíry, jež byla založena *The Securities Exchange Act* z roku 1934, je nezávislou institucí s určitými kvazisoudními pravomocemi. Její úloha je velmi podobná národnímu regulátorovi, kterého známe z evropské právní úpravy. Dohlíží především na fungování kapitálových trhů, splnění zákonných podmínek pro vstup na trh, dodržování a uveřejňování sdělovaných informací jednotlivými emitenty, uděluje

---

<sup>166</sup> KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>, s. 34.

licence, registruje cenné papíry, vyšetřuje podezřelé a zakázané obchody a mnohé další. Vedle SEC působí také samosprávné jednotky, nejčastěji samotné burzy cenných papírů, ty mají za úkol kontrolovat a vynucovat řádné obchodování v rámci daného kapitálového trhu.

Vstup na americký trh může zpravidla trvat i o rok déle než je tomu v Evropě. Především jsou ve Spojených státech zpřísněné zákonné požadavky na obchodní společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodované. Jako příklad možno uvést, že každá společnost musí mít jasně formulovaná pravidla pro oceňování nejvyššího managementu.<sup>167</sup>

Mnohem větší důležitost je v případě americké IPO kladena také na výběr vhodného manažera emise, neboť jeho schopnosti, kontakty, množství investorů, které dokáže oslovit, to a mnohem více se podílí na celkové úspěšnosti emise. V podmínkách velkého amerického trhu je proto volba underwritera a právního poradce klíčová.

Obdobou schůze valné hromady v rámci evropských IPO je ve Spojených státech tzv. *organizational meeting*.<sup>168</sup> Na této schůzi se musí shodnout management společnosti, její akcionáři a s poradním hlasem manažer emise, že veřejná nabídka akcií společnosti je krok správným směrem. Na tomto jednání se také připraví orientační časový harmonogram emise a vyjdou z něj důležité pokyny k dalšímu procesu (due dilligence, vyplňování registračních formulářů k SEC, sestavování prospektu a jiné).

Dokud není schválen prospekt a rozhodnuto o přijetí registrace ze strany SEC (pro tuto fázi se používá výraz *waiting period*), může emitent nabízet své akcie pouze ústně, nikoli písemně. V praxi se setkáváme s tím, že emitent pouze vydá předběžný prospekt (*preliminary prospectus*) a se samotným marketingem celé emise vyčkává až do chvíle

---

<sup>167</sup> Srov. Reporters Committee For Freedom of the Press. *Federal regulation of publicly traded companies*. In: [rcfp.org](http://www.rcfp.org) [online]. 17. 5. 2012 [cit. 18. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.rcfp.org/sunshine-inc/federal-regulation-publicly-traded-companies> a DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. 1. vyd. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

<sup>168</sup> PWC. *Roadmap for an IPO*. In: [pwc.com](http://www.pwc.com) [online]. 11. 8. 2012 [cit. 9. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-roadmap-to-an-ipo.pdf>

obdržení potvrzení o schválení registrace. Poté může proběhnout roadshow a bookbuilding, být stanovena cena a přesný počet nabízených akcií.<sup>169</sup>

Emitent musí, ještě před úpisem, žádat také o přijetí svých akcií k obchodování na konkrétní burzovní trh. Ty mají vždy své další požadavky (především procedurální) pro přijetí.

### 5. 3. 1. Okolnosti největšího IPO

Alibaba Group za rok 2014, těsně před IPO, vykázala celkové celosvětové tržby ve výši astronomických 177,4 miliardy USD s EBITDA přes 4,7 miliardy USD.<sup>170</sup> Právě výsledky EBITDA jsou pro zejména americké investory nejzajímavější, mnohem zajímavější než skutečná aktiva společnosti. Pro celou skupinu společností Alibaba nebylo motivací pro IPO získání dodatečného kapitálu pro realizaci svých záměrů, tento kapitál, obzvláště pro velké čínské společnosti nakloněné k tamní vládě, je snadno dostupný i na čínském bankovním trhu. Stěžejním důvodem pro tuto emisi byla likvidita – zpeněžení akcií ve vlastnictví zakladatelů a investorů holdingu.

Alibaba Group Holding Limited se rozhodla pro své IPO v prvním čtvrtletí 2014, přesto se o tomto kroku v souvislosti se společností Alibaba hovořilo již dlouho. Zřejmě však vedení společnosti spolu s akcionáři čekalo na situaci, až se po finanční krizi vrátí na kapitálové trhy optimismus, díky kterému by byly výsledky IPO mnohem lepší, než by bývaly byly o několik let dříve.

Hlavními manažery této obří emise byli společně (*tzv. joint bookrunners*) určení největší bankovní domy, investiční instituce a brokerské společnosti na světě, jednalo se o *Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, J. P. Morgan, Morgan Stanley* a

---

<sup>169</sup> Toto jsou jediné informace, které emitent doplňuje do prospektu před tím, než jeho uveřejní jeho finální podobu. In: BOYLE, Caroline. *The NYSE IPO Guide*. 1. vyd. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010, 102 s. ISBN 978-1-905783-45-8.

<sup>170</sup> Alibaba Group. *Financials and Metrics. Full Year*. In: [alibabagroup.com](http://alibabagroup.com) [online]. 17. 3. 2014 [cit. 15. 3. 2016]. Dostupné z: [http://www.alibabagroup.com/en/ir/financial\\_fullyear](http://www.alibabagroup.com/en/ir/financial_fullyear)

*Citi Group*.<sup>171</sup> Dalších více než sto společností se na tomto IPO podílelo – především advokátní kanceláře (v čele s advokáty z kanceláří Simpson Thacher a Fangda Partners), auditorské společnosti, poradce, reklamní agentury a další partnery, bez kterých by veřejná emise tohoto rozměru nebyla možná. Náklady na celý proces se odhadují na částku blížící se půl miliardě amerických dolarů.<sup>172</sup>

Obsah prospektu je při vstupu společnosti na americký kapitálový trh obdobný obsahu prospektů při evropských IPO. Rád bych pouze poukázal na hlavní odlišnosti, co se týká pasáží věnujících se rizikům spojeným s koupí cenných papírů a investování do společnosti. Tato část je, v návaznosti na přísné regulace SEC, rozpracována výrazně podrobněji, než je tomu u evropských prospektů. Taktéž je v prospektech cenných papírů pro použití ve Spojených státech mnohem více akcentována historie, tradice a budoucnost společnosti, kdežto na kontinentálních kapitálových trzích jsou prospekty koncipovány spíše jako odbornější ekonomické dokumenty. V prospektech pro americké investory často najdeme více obsáhlé kapitoly věnující se historii společnosti, jejím hodnotám, běžně jsou přidány motivační a přesvědčující texty od managementu společnosti, zakladatele či dokonce zákazníků. Přestože i v USA, stejně jako v Evropě či v Asii, je tendence oslovovat a nabízet při IPO většinu akcií institucionálním investorům, je zřetelné, že na americkém trhu se emitent již v prospektu více orientuje na retail a snaží se svou emisí zaujmout co nejširší spektrum investorů.

Společnost Alibaba se rozhodla nabídnout k prodeji svých 320 milionů kusů akcií (s opcí pro underwritery ve výši 15%, tzn. s možností prodeje až 368 milionů kusů akcií) z celkového počtu necelé 2,5 miliardy kusů akcií. Nabídka tedy činila přibližně 12,5–14,7% z veškerého počtu akcií emitovaných společností. Jakmile proběhla roadshow, kdy především nejvýše postavení manažeři v jednotlivých spolupracujících

---

<sup>171</sup> Prospekt IPO Alibaba. Alibaba Group Holding Ltd. *Prospectus*. In: [alibabagroup.com](http://alibabagroup.com) [online]. 22. 9. 2014 [cit. 16. 3. 2016]. Dostupné z: <http://api40.10kwizard.com/cgi/convert/pdf/BABA-20140922-424B4-0.pdf?ipage=9812765&xml=1&quest=1&rid=23&section=1&sequence=-1&pdf=1&dn=1>

<sup>172</sup> Z této částky jenom 300 milionů USD připadlo managerům emise. In: BARRETO, Elzio. *Alibaba IPO underwriters earn \$300 million in fees, 1.2 percent of deal*. In: [reuters.com](http://reuters.com) [online]. 22. 9. 2014 [cit. 15. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/us-alibabaipo-fees-idUSKCN0HH1EY20140922>

bankovních domech, odprezentovali emisi v největších brokerských společnostech na Wall Street<sup>173</sup>, byl po následné fázi bookbuildingu stanoven emisní kurz na 68 USD.

S touto cenou také Alibaba, dne 18. září 2014, zahájila obchodování na NYSE. Díky velmi dobrým finančním výsledkům celého holdingu za předcházející dva roky, rostoucí kupní síle po světě a neustále se rozvíjejícímu potenciálu společnosti byl o emisi obrovský zájem, takový, že o čtyři dny později se underwriteři rozhodli využít své opce a prodali všech dodatečných 15% akcií. Celkem bylo tedy během tohoto IPO upsáno 368 122 000 kusů akcií společnosti v celkovém objemu lehce převyšujícím 25 miliard USD. Tím se tato emise stala dosavadní nejúspěšnější veřejnou nabídkou akcií v historii, nejen, amerického kapitálového trhu.<sup>174</sup>

Co se týká následného vývoje obchodování s akcemi společnosti Alibaba (vedeny na NYSE pod označením BABA), po oznámení výsledků došlo k logickému navýšení ceny, blížícímu se 90 USD za jednu akcii. Na své maximum se kurz akcií vyšplhal v listopadu 2014, kdy bylo možné koupit, respektive prodat jednu akcii za 120 USD. V září 2015 vzhledem ke zpožděnému ohlášení finančních výsledků společnosti se kurz dostal na několik dní pod svou upisovací cenu (nejníže na 57,20 USD) a k březnu 2016 se kurz akcií BABA pohyboval lehce nad hranicí 70 USD. Pro grafickou představu vývoje kurzu akcií přikládám níže i graf, který zachycuje dobu obchodování od září 2014 do března 2016.



Graf č. 3 (Zdroj: NYSE.com)

<sup>173</sup> Malé procento investorů bylo osloveno také v Asii a v Evropě. In: TAULLI, Tom. *Tha Alibaba IPO – How the Timing Works*. In: [investorplace.com](http://investorplace.com) [online]. 9. 7. 2014 [cit. 14. 3. 2016]. Dostupné z: <http://investorplace.com/ipo-playbook/alibaba-ipo-timing/#.Vubja2PNDhg>

<sup>174</sup> BARRETO, Elzio. *Alibaba IPO ranks as world's biggest after additional shares sold*. In: [reuters.com](http://www.reuters.com) [online]. 22. 9. 2014 [cit. 15. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/us-alibaba-ipo-value-idUSKCN0HH0A620140922>

Úspěšnost celé emise spatřuji především ve správném načasování, vhodné volbě trhu a ve velmi dobré komunikaci finančních výsledků a schopnosti přesvědčit investory o ekonomické síle společnosti.

Mezi bankéři, investory i podnikateli se již dlouho hovoří o nestabilním finančním trhu a ekonomice v Číně, zemi, kde právě Alibaba má většinu svých aktivit a vazeb. Pravdou zůstává, že díky svému oboru podnikání může prakticky ze dne na den změnit své místo působení. Nesmíme však zapomenout, že stěžejní část prodejů Alibaba Holdingu zahrnuje produkty vyrobené v Číně a tedy i jeho stabilita závisí na stálosti čínského trhu. Z mého pohledu nejzajímavější na této emisi je fakt, že investoři na americkém trhu uvěřili bez předsudků především finančním ukazatelům společnosti a odhlédli od faktu, že se jedná o zahraniční subjekt.



## **Závěr**

Tématem této práce byly právní a ekonomické aspekty prvotní veřejné nabídky akcií obchodních společností, přesto bylo velmi složité jednotlivé aspekty od sebe striktně oddělit a zabírat se jimi samostatně. Problematika IPO je natolik komplexní a natolik se prolíná jednotlivými nejen právními, ale i ekonomickými odvětvími, že je velmi důležité při realizaci celého procesu IPO dbát na legislativu, stejně tak jako si uvědomovat ekonomické důsledky jednotlivých rozhodnutí v rámci primární emise spojené se vstupem na veřejný regulovaný trh.

Vzhledem k mému studijnímu oboru jsem se zaměřil převážně na právní úpravu veřejné nabídky akcií v podmínkách českého kapitálové trhu, potažmo v Evropské unii. Při důkladném studiu této problematiky lze konstatovat, v souladu s ujednáními Maastrichtské smlouvy, která stanovuje volný pohyb kapitálu jako jednu ze základních čtyř svobod, na nichž stojí principy fungování Evropské unie, že členské státy mají eminentní zájem na řádném fungování jednotlivých kapitálových trhů Unie a finančních služeb na něm poskytovaných. Snaha o harmonizaci právních úprav v oblastech kapitálových trhů, investičních společností, nabízených investičních nástrojů a dalších má své logické opodstatnění. Při existenci Evropské měnové unie, kdy zúčtovací měnou na většině evropských trzích je právě euro, jakožto kvaziuniverzální evropské platidlo, je důležité mít dostatečnou kontrolu nad subjekty (stejně tak i procesy), které se obchodování účastní. Laicky by se mohlo zdát, že transakce na jednotlivých kapitálových trzích nemohou mít žádný vliv na společnou měnu a na obchodování na trzích v jiných členských státech, opak je však pravdou. Nesmíme navíc zapomínat na to, že v dnešní době již dávno není potřeba fyzická přítomnost investorů (popřípadě jejich makléřů) v burzovních palácích, kde by své investiční příkazy vykřikovali na ostatní obchodníky nebo je museli předávat na připravených tiskopisech. Naprostá většina dnešních transakcí je vykonávána elektronicky, vzdáleně, tudíž jakýkoli investor může být účasten obchodování na několika trzích v Evropě i na světě současně.

Dalším důležitým důvodem ke snaze o důslednou harmonizaci unijního práva v oblasti kapitálových trhů je také ochrana investorů, která je realizována především

prostřednictvím právních předpisů ukládajících množství informačních povinností jednotlivým emitentům i obchodníkům s cennými papíry a dalším subjektům.

O efektivní regulaci kapitálových trhů se Evropská unie snaží zejména od roku 2000, kdy byla vypracována Lamfalussyho zpráva, která měla za úkol poukázat na základní nedostatky ve fungování jednotlivých trhů a pomoci tyto odstranit pomocí návrhů vhodných opatření a příslušného legislativního rámce. Stabilita jednotlivých trhů není totiž pouze v zájmu investorů a emitentů, ale také v zájmu jednotlivých vlád, obchodníků a potažmo i občanů. Když se kupříkladu podíváme na největší ekonomické krize 20. století, zjistíme že byly povětšinou vyvolány značnými propady či dokonce kolapsy kapitálových trhů a ekonomické dopady pocítila značná část světové populace.

Na základě mého studia mohu konstatovat, že oblast kapitálových trhů v Evropské unii podléhá silné harmonizaci ze strany evropské legislativy a že národní právní řády pouze dotváří či blíže specifikují jednotlivé instituty a postupy. Velmi kladně hodnotím zavedení *jednotného evropského pasu*, který umožňuje společnostem nabízet své finanční služby a investiční nástroje (licencované činnosti) v jiných členských státech na základě recipročního uznání konkrétních schvalovacích procesů a rozhodnutí národních regulátorů (licencí). Je to možnost, kterou většina společností a emitentů hojně využívá pro duální kotaci svých akcií. Právě díky harmonizaci práva kapitálových trhů na území Evropské unie je využití jednotného evropského pasu možné.

Proces IPO je proto v legislativě členských států téměř identický, neboť každý právní řád má v důsledku transpozice evropských směrnic týkajících se prvotní veřejné nabídky akcií prakticky stejně široký rámec požadavků kladených na emitenty při vstupu na evropský regulovaný trh – nehledě na to, který z těchto trhů si zvolí.

Po porovnání právních předpisů vztahujících se k IPO v Německu, ve Francii, v Polsku i v České republice mohu říci, že proces je co do náročnosti a požadavků *de lege lata* prakticky totožný.

Emitent musí vždy dojít k rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu, ať už vydáním nových akcií nebo veřejnou nabídkou akcií stávajících, během přípravné a realizační fáze musí projít stejným transformačním procesem (přechod na corporate

governance, jednotné účetní standardy a další), vypracovat prospekt nabízeného cenného papíru, jenž má vždy shodně stanovené povinné obsahové náležitosti, zapotřebí je úspěšný marketing emise a závěrečné stanovení emisního kurzu. Taktéž proces přijímání jednotlivých cenných papírů na veřejné regulované trhy není nikterak odlišný v jednotlivých členských státech. Jediné, co bych zde rád zmínil je, že v celém procesu má poměrně samostatnou pozici vždy organizátor konkrétního kapitálového trhu, který může interními (nejčastěji burzovními) předpisy regulovat množství požadavků, které vyžaduje pro vstup na svůj trh a povinností kladených na jednotlivé účastníky trhu.

Myslím si, že se unijní právní úprava v zásadě snaží co nejvíce přiblížit americké regulaci kapitálových trhů. Jasným signálem je i vytvoření instituce ESMA, jež byla dle mého názoru původně vytvořena jako určitá obdoba amerického regulátora SEC. Bohužel však ESMA nedisponuje ani zdaleka tolika kontrolními a sankčními mechanismy, aby se svou funkcí mohla k SEC alespoň přiblížit. Dovoluji si tvrdit, že v případě, kdy by ji byli svěřeny rozsáhlejší pravomoci v oblasti dohledu nad evropským kapitálovým trhem, byla by kontrola celé této oblasti ze strany Evropské unie mnohem efektivnější, dokonce se ztotožňuji i s názorem, že ESMA by v mnohém mohla nahradit národní regulátory (povětšinou centrální banky) v této oblasti.

Bohužel však nelze aplikovat stejné regulace, které jsou uplatňovány na trhu ve Spojených státech. Jednak americká ekonomická a investiční kultura je od té evropské značně odlišná a na druhou stranu je americký kapitálový trh nesrovnatelně větší než trhy v Evropské unii, zejména z těchto důvodů by měla uvedeným specifickým odpovídat i příslušná právní úprava – ať už se to týká vstupu na daný trh či pozdějšího fungování na něm.

Ze strany společností při rozhodování o IPO vidím jako klíčové zvážení všech pozitivních i negativních *ekonomických* dopadů, ty stěžejní jsem se pokusil rozpracovat ve čtvrté části své práce, avšak nutno dodat, že aspektů, které se k primární emisi vážou je více. Na mysli mám zejména ty neekonomické ve smyslu určité vnitřní vyspělosti, respektive zralosti společnosti vystavit se zájmu investorů, odhalit citlivé údaje o svých aktivitách, rozmělnit svou akcionářskou strukturu mezi neznámý počet akcionářů a

mnohé další. Přestože se nejedná o čistě ekonomické nebo právní faktory, jejich případné nezahrnutí do úvah o IPO může být pro danou společnost a její původní vlastníky za jistých okolností likvidační.

Rád bych se ještě několika slovy zmínil o dostupnosti pramenů v souvislosti s IPO. Mé pozitivní hodnocení si zaslouží převážně angloamerická odborná veřejnost, která se problematikou veřejné nabídky akcií zabývá poměrně často a detailně celý proces popisuje z ekonomické i právní stránky, což vzhledem k velkému množství IPO rychle rostoucích amerických společností nejspíše není překvapující. Pochvalu si zaslouží i americký hlavní regulátor (SEC) a jednotliví organizátoři trhů, kteří dokonce běžně vydávají příručky, dokonce můžeme říci průvodce IPO pro společnosti, obsahující podrobné návody, jak celou emisi provést a jak zažádat o přijetí svých cenných papírů k obchodování na kapitálový trh.

Co se týká evropských kapitálových trhů, je počet zdrojů, ze kterých lze čerpat, značně limitovaný. Knižních publikací, které by se věnovaly převážně IPO je naprosté minimum, často jsou tyto pasáže pouze zakomponovány, a to navíc omezeně, do odborné ekonomické literatury. Ještě menší množství lze nalézt v literatuře právnické.

Mám pocit, že jednotliví odborníci (převážně advokátní kanceláře) si své know-how v oblasti IPO pečlivě střeží, aby ho mohli patřičně konkurenčně zhodnotit, neboť nejen na českém, ale i evropském trhu není velké množství kanceláří, které by byly schopné rozsáhlejší IPO dokonale zaštitit. Přesto je v rámci objektivit nezbytné zdůraznit, že evropské společnosti v drtivé většině případů financují své aktivity především prostřednictvím úvěrů či vstupem strategických investorů, anebo (v případě IPO) volí některý z amerických či asijských kapitálových trhů.

Úplně na závěr bych rád řekl, že pokrýt celou oblast prvotní veřejné nabídky akcií je v rozsahu této práce nemožné, pro hlubší pochopení by bylo vhodné důsledně komparovat evropskou právní úpravu s úpravou kapitálových trhů jak ve Spojených státech, tak v Asii. Každý z těchto trhů má svá výrazná ekonomická i právní specifika a bylo by zajímavé se jimi zabírat podrobněji. Mým záměrem však bylo udržet zaměření především na evropskou a českou právní úpravu, aby tato práce mohla případně sloužit

jako zjednodušený návod a ucelený přehled celého procesu IPO. Jsem toho názoru, že právní úprava na úrovni Evropské unie a v českém právním řádu je dostatečná, neukládá jednotlivým emitentům přehnané informační povinnosti, přesto jsou investoři obchodující na kapitálovém trhu dostatečně chráněni. Relativně malé množství IPO českých společností nespátřuji v přílišné nebo přehnaně přísné regulaci oblasti kapitálových trhů, nýbrž v nepřipravenosti domácích společností získat kapitál či zhodnotit svou práci touto cestou a samozřejmě značnou finanční i logistickou náročností průběhu IPO.

## Seznam použitých zdrojů

### Knižní publikace a časopisy

BOYLE, Caroline. *The NYSE IPO Guide*. 1. vyd. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010, 102 s. ISBN 978-1-905783-45-8.

ČECH, Petr. *Nová směrnice ES o prospektu*. Právní zpravodaj: měsíčník pro právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2004, č. 3. ISSN 1212-8694, s. 8.

ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

DAVIS, Lance E a GALLMAN, Robert E. *Evolving financial markets and international capital Flows: Britain, the Americas, and Australia 1865-1914*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001, 982 s. ISBN 0-521-55352-0.

DĚDIČ, Jan. *Akciové společnosti*. 7. přepracované vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, xxv., 672 s. Beckova edice právo a hospodářství. ISBN 978-80-7400-404-9.

DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. 1. vyd. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

FAULHAMEROVÁ, Jana a HERBOCZKOVÁ, Zdeňka. *Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem*. Obchodně právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů. Praha: C.H. Beck, 2010, č. 9. ISSN 1803-6554.

DERINGER, Freshfields Bruckhaus. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City & Financial Pub, 2006, 476 s.. ISBN 1905121075.

G20. *OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. 1. vyd. Paříž, Francie: OECD, 2015, 57 s. ISBN 9789264236875.

HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

LIŠKA, Václav. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ, 2001, 169 s. ISBN 80-860-0936-X.

MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

REJNUŠ, Oldřich. *Cenné papíry a burzy*. 1. vyd. Brno: CERM, 2009. 400 s. ISBN 978-80-214-3805-7.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management I. část*. 2. vyd. Brno: Vysoké učení technické, 2003, s. 45. ISBN 80-214-2487-7.

ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1.

ŠOVAR, Jan. *Úprava prospektu cenného papíru a veřejné nabídky investičních cenných papírů po očekávané novelizaci*. *Obchodněprávní revue*, 2011, č. 5, s. 144. ISSN 1803-6554.

VALACH, Jan. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přepracované vydání. Praha: Ekopress, 2005, 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualizované vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

## **Diplomové a disertační práce**

KRUMLOVÁ, Zuzana. *Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na Českou republiku a ve Spojených státech amerických*. Plzeň, 2013. 80 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni, Právnická fakulta. Vedoucí práce JUDr. Ing. Václav Školout. Dostupné také z WWW: <http://docplayer.cz/1695793-Zapado-eska-univerzita-v-plzni-fakulta-pravnicka-diplomova-prace.html>

STESKOVÁ, Hana. *Zvýšení základního kapitálu akciové společnosti. Právní úprava a praktická aplikace*. Brno, 2014. 131 s. Rigorózní práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Dostupné také z WWW: [http://is.muni.cz/th/100596/pravf\\_r/RIGO\\_HS\\_Zvyseni\\_ZK\\_AS.pdf](http://is.muni.cz/th/100596/pravf_r/RIGO_HS_Zvyseni_ZK_AS.pdf)

ŠENKYŘÍK, Ivo. *Analýza IPO v ČR*. Praha, 2009. 100 s. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví. Vedoucí práce prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.. Dostupné také z WWW: <https://isis.vse.cz/zp/18155>

ZAVADILOVÁ, Jana. *Volný pohyb kapitálu v Evropské unii*. Brno, 2012. 62 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce doc. JUDr. Filip Křepelka, Ph.D.. Dostupné také z WWW: [https://is.muni.cz/th/210646/pravf\\_m/diplomova\\_prace\\_Volny\\_pohyb\\_kapitalu\\_v\\_Evropske\\_unii.pdf](https://is.muni.cz/th/210646/pravf_m/diplomova_prace_Volny_pohyb_kapitalu_v_Evropske_unii.pdf)

## **Elektronické zdroje**

*Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities*. In: [europa.eu](http://europa.eu) [online] 4. 8. 2005 [cit. 28. 2. 2016] Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/l24032\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/l24032_en.htm)

Alibaba Group. *Financials and Metrics. Full Year*. In: [alibabagroup.com](http://alibabagroup.com) [online]. 17. 3. 2014 [cit. 15. 3. 2016]. Dostupné z: [http://www.alibabagroup.com/en/ir/financial\\_fullyear](http://www.alibabagroup.com/en/ir/financial_fullyear)

Alibaba Group Holding Ltd. *Prospectus filed under Rule 424(b)(4)*. In: [alibabagroup.com](http://alibabagroup.com) [online]. 22. 9. 2014 [cit. 16. 3. 2016]. Dostupné z: <http://api40.10kwizard.com/cgi/convert/pdf/BABA-20140922-424B4-0.pdf?ipage=9812765&xml=1&quest=1&rid=23&section=1&sequence=-1&pdf=1&dn=1>



BARRETO, Elzio. *Alibaba IPO underwriters earn \$300 million in fees, 1.2 percent of deal*. In: [reuters.com](http://reuters.com) [online]. 22. 9. 2014 [cit. 15. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/us-alibabaipo-fees-idUSKCN0HH1EY20140922>

BARRETO, Elzio. *Alibaba IPO ranks as world's biggest after additional shares sold*. In: [reuters.com](http://reuters.com) [online]. 22. 9. 2014 [cit. 15. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/us-alibaba-ipo-value-idUSKCN0HH0A620140922>

BRAUN, Judith Marion. *Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi*. In: Evropský Parlament [online]. 7/2008 [cit. 7. 2. 2016]. Dostupné z: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm)

Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, část VI.*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 3. 2. 2016]. Dostupné z: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

Burza cenných papírů Praha. *IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 12. 11. 2014 [cit. 27. 1. 2016]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

Centrální úložiště regulovaných informací. In: Česká národní banka [online]. [cit. 27. 2. 2016]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/informace\\_zverejnovane\\_emitenty/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/informace_zverejnovane_emitenty/)

Česká národní banka. *Povolovací a schvalovací řízení – Emitenti*. In: [cnb.cz](http://cnb.cz) [online]. 13. 10. 2013 [cit. 14. 2. 2016]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/povolovaci\\_schvalovaci\\_rizeni/emitenti/index.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/povolovaci_schvalovaci_rizeni/emitenti/index.html)

DUMONT, Chris. *International Financial Reporting Standards*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 25. 1. 2015 [cit. 27. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>

European Commission. *Free movement of capital*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 6. 3. 2016]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/finance/capital/overview\\_en.htm#what](http://ec.europa.eu/finance/capital/overview_en.htm#what)

European Commission. *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Frequently Asked Questions*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 22. 10. 2015 [cit. 14. 2. 2016]. Dostupné z: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-07-439\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm?locale=en)

European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 7. 3. 2016]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

History. *Stock Market Crash of 1929*. In: [history.com](http://www.history.com) [online]. 8. 11. 2010 [cit. 30. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.history.com/topics/1929-stock-market-crash>

Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – Burzovní leták (CZ)*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 1. 11. 2015 [cit. 12. 3. 2016]. Dostupné z: [http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KOFOLA\\_burzovni\\_letak\\_CZ.pdf](http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KOFOLA_burzovni_letak_CZ.pdf)

Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – finanční ukazatele*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 12. 8. 2015 [cit. 12. 3. 2016]. Dostupné z: <http://firma.kofola.cz/investor/financni-ukazatele>

Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – historie společnosti*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 14. 1. 2016 [cit. 17. 3. 2016]. Dostupné z: <http://firma.kofola.cz/historie>

Kofola ČeskoSlovensko, a. s.. *Kofola – aktuální zpráva č. 5/2015*. In: [kofola.cz](http://kofola.cz) [online]. 1. 12. 2015 [cit. 17. 3. 2016]. Dostupné z: [http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KCS\\_current\\_report\\_2015\\_05\\_issue\\_price\\_cz.pdf](http://firma.kofola.cz/investor/assets/files/KCS_current_report_2015_05_issue_price_cz.pdf)

Hrubý & Buchvaldek. *Akciové společnosti dle ZOK (2014)*. In: [hblaw.eu](http://hblaw.eu) [online]. 24. 2. 2014 [cit. 13. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.hblaw.eu/cz/aktuality/56-akciová-společnost-dle-zok-2014.html>

LANDOVÁ, Kristýna. *Bakala odzvonil úspěšné IPO, NWR by podle Koblice mohlo mít v indexu PX váhu 7,3 %*. In: [patria.cz](http://patria.cz) [online]. 6. 4. 2008 [cit. 7. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1199185/bakala-odzvoni-uspesne-ipo-nwr-by-podle-koblice-mohlo-mit-v-indexu-px-vahu-73-.html>

MALMENDIER, Ulrike. *Publicani*. In: [berkeley.edu](http://berkeley.edu) [online]. 30. 7. 2015 [cit. 26. 12. 2015]. Dostupné z: [http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani\\_Article\\_v5.pdf](http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani_Article_v5.pdf)

Museum of American Finance. *America's First IPO*. In: [moaf.org](http://moaf.org) [online]. 5. 3. 2011 [cit. 30. 12. 2015]. Dostupné z: [http://www.moaf.org/exhibits/americas\\_first\\_ipo/index](http://www.moaf.org/exhibits/americas_first_ipo/index)

New World Resources N.V.. *IPO Prospectus*. In: [newworldresources.eu](http://newworldresources.eu) [online]. 5. 4. 2008 [cit. 10. 3. 2016]. Dostupné z:

[www.newworldresources.eu/~media/Files/en/investors/ipo-documents/NWR%20IPO%20Prospectus\\_23Apr08.ashx](http://www.newworldresources.eu/~media/Files/en/investors/ipo-documents/NWR%20IPO%20Prospectus_23Apr08.ashx)

Patria.cz. *IPO – možnosti primárních emisí v ČR*. In: [patria.cz](http://patria.cz) [online]. 26. 9. 2010 [cit. 1. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

Patria-finance.cz. *Primární emise akcií společnosti NWR N. V.*. In: [patria-finance.cz](http://patria-finance.cz) [online]. 12. 9. 2008 [cit. 16. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.patria-finance.cz/IPO/NWR/Landing.html>

PHUNG, Albert. *What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 26. 2. 2009 [cit. 20. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>

*Prospectus to be published when securities are issued*. In: [europa.eu](http://europa.eu) [online]. 15. 3. 2011 [cit. 9. 2. 2016]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:l24033c>

PWC. *Roadmap for an IPO*. In: [pwc.com](http://pwc.com) [online]. 11. 8. 2012 [cit. 9. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-roadmap-to-an-ipo.pdf>

Renaissance Capital. *All Time Largest US IPOs – TOP 25*. In: [renaissancecapital.com](http://renaissancecapital.com) [online]. 12. 12. 2014 [cit. 18. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/rankings/biggestus.aspx>

Reporters Committee For Freedom of the Press. *Federal regulation of publicly traded companies*. In: [rcfp.org](http://rcfp.org) [online]. 17. 5. 2012 [cit. 18. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.rcfp.org/sunshine-inc/federal-regulation-publicly-traded-companies>

RIBEIRO, Gonzalez Ana. *Greenshoe Options: An IPO's Best Friend*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 27. 9. 2010 [cit. 14. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/greenshoe-option-ipo.asp>

Signal Trade. *IPO – Initial Public Offering*. In: [signaltrade.cz](http://signaltrade.cz) [online]. [cit. 18. 1. 2016]. Dostupné z: <http://www.signaltrade.cz/jak-investovat-do-ipo/>

TAULLI, Tom. *4 Reasons Companies Go Public*. In: [investorplace.com](http://investorplace.com) [online]. 9. 2. 2012 [cit. 1. 3. 2016]. Dostupné z: <http://www.investorplace.com/ipo-playbook/4-reasons-companies-go-public/#.VuxLuGPNDhh>

TAULLI, Tom. *Tha Alibaba IPO – How the Timing Works*. In: [investorplace.com](http://investorplace.com) [online]. 9. 7. 2014 [cit. 14. 3. 2016]. Dostupné z: <http://investorplace.com/ipo-playbook/alibaba-ipo-timing/#.Vubja2PNDhg>

Tiber Creek Corporation. *Origins of the IPO and the Dutch Trading Company*. In: [tcc5.com](http://tcc5.com) [online]. [cit. 27. 12. 2015]. Dostupné z: <http://www.tcc5.com/origins-of-the-IPO-and-the-dutch-trading-company.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission. *Initial Public Offerings (IPO)*. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 31. 5. 2013 [cit. 11. 2. 2016]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>

*What is an organizational meeting?* In: [directincorporation.com](http://directincorporation.com) [online]. 24. 7. 2005 [cit. 18. 2. 2016]. Dostupné z: [http://www.directincorporation.com/learn/incorporation\\_faq/what\\_is\\_an\\_organizational\\_meeting](http://www.directincorporation.com/learn/incorporation_faq/what_is_an_organizational_meeting)

## **Legislativa**

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 18. 3. 2016]

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 7. 1. 2016]

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 18. 3. 2016]

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 18. 3. 2016]

Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 18. 3. 2016]

Nařízení Komise (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. In: *Úřední věstník EU*. 29. duben 2004.

Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Text s významem pro EHP)

Nařízení Komise (ES) č. 1569/2007 ze dne 21. prosince 2007, kterým se zavádí mechanismus pro určení rovnocennosti účetních standardů používaných emitenty cenných papírů ze třetích zemí v souladu se směrnicemi Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES a 2004/109/ES.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS. In: *Úřední věstník EU*. 29. duben 2004.

Směrnice Komise 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o uznávané tržní postupy, definici důvěrné informace ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavení seznamů zasvěcených osob, oznamování transakcí osob s řídicí odpovědností a oznamování podezřelých transakcí. Text s významem pro EHP.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES

Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Text s významem pro EHP)

Směrnice Komise 2007/14/ES ze dne 8. března 2007 kterou se stanoví prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

## Resumé

Tématem předkládané práce je prvotní veřejná nabídka akcií (IPO), se zaměřením především na právní úpravu v České republice, potažmo v Evropské unii, která prostřednictvím svých legislativních aktů poskytuje obecný právní rámec tomuto procesu i regulaci kapitálových trhů v jednotlivých členských státech. Cílem práce je dostatečně podrobně a uceleně shrnout jednotlivé fáze v průběhu veřejné nabídky akcií, poukázat na důvody a zhodnotit jednotlivé aspekty tohoto procesu pro akciové společnosti. Jelikož téma není čistě právní, ale také ekonomické, bylo snahou zahrnout do projednávané problematiky obě roviny, důraz je však kladen na právní aspekty IPO. Práce je rozdělena do pěti meritorních kapitol. První kapitola stručně zavádí a vysvětluje obecné pojmy jako jsou kapitálový trh, akciová společnost, akcie a význam prvotní veřejné nabídky, její historii, vývoj a dělení. V druhé části práce je věnována pozornost obecné právní úpravě v Evropské unii a transpozice evropských směrnic do českého právního řádu. Stěžejní část práce, třetí kapitola, dopodrobna rozebírá jednotlivé fáze během IPO od přípravy společnosti na celý proces až po úpis akcií a následné obchodování s nimi na regulovaném trhu. Čtvrtá pasáž má za úkol objektivně popsat pozitivní i negativní důsledky veřejné nabídky akcií pro společnosti, včetně nabídnutí alternativ k tomuto zdroji financování. Účelem závěrečné kapitoly je ukázat dříve popsané fáze a instituty tak, jak jsou používány v praxi. Pro tyto účely byly vybrány IPO dvou českých a jedné americké společnosti. Na příkladu veřejné nabídky akcií ve Spojených státech je poukázáno na určitá specifika, spolu s odlišnostmi, které jsou charakteristické pro jeden z největších kapitálových trhů na světě a primární emisi na něm. Jedná se o aktuální téma, neboť veřejná nabídka akcií se postupně stává důležitou možností zdroje dodatečného kapitálu pro společnosti i na území střední a východní Evropy, navíc díky zavedení jednotného evropského pasu je pro emitenty mnohem snazší oslovit investory na jednotlivých kapitálových trzích v členských státech Evropské unie.

## Summary

The subject of the diploma thesis presented is initial public offering (IPO), with a focus on Czech law, hence in the European Union, which, through its legislative acts provides a general legal framework for this process as well as regulation of capital markets in individual member states. The goal of this thesis is to summarize, in sufficient detail and coherently, each phase during initial public offering, point out the reasons and evaluate various aspects of the process for joint stock companies. Since the topic is not strictly legal, but also economic, efforts were made to include both areas, though the emphasis is put on the legal aspects of the IPO. The thesis is divided into substantive chapters. First chapter briefly introduces and explains the general concepts such as capital markets, joint-stock company, shares and significance of initial public offerings, its history, evolution and division. The second part is devoted to general legislation in the European Union and the transposition of European directives into Czech law. The major part of the thesis, third chapter, discusses in detail concrete phases of the IPO, from the preparation of the company for the IPO to the subscription for shares and subsequent trading on a regulated market. Fourth passage is designed to objectively describe the positive and negative consequences of the IPO for companies, and to offer possible alternatives to this source of funding. The purpose of the last chapter is to show previously described phases and institutions as they are used in practice. Two Czech and one American company and their IPOs were selected for these purposes. On the example of the public offering in the United States some specifics are pointed out, along with differences that are characteristic of one of the largest capital markets in the world and the IPO on it. The subject of the thesis is an ongoing topic, because public offering of shares is gradually becoming an important source of additional capital for the companies also in Central and Eastern Europe, in addition, due to the introduction of a single European passport for issuers it is much easier to reach individual investors in the capital markets in member states of the European Union.



## **Abstrakt**

Diplomová práce pojednává o prvotní veřejné nabídce (IPO) akcií společnosti z hlediska právního i ekonomického. Práce je rozdělena do tří základních částí. První část se zaměřuje především na vysvětlení procesu IPO, jeho vývoje a jednotlivých institutů týkajících se primární emise. Následuje pasáž věnovaná právní úpravě v Evropské unii a podrobně jsou jednotlivé fáze popsány z pohledu českého právní řádu. Druhá část má za cíl objasnit základní ekonomické výhody a nevýhody prvotní veřejné nabídky, které z ní pro společnost plynou a navrhnout možné alternativy. Závěrečná část je věnována případové studii, v níž je celý proces názorně popsán na reálných IPO jak na českém, tak americkém kapitálovém trhu. Mým cílem bylo vysvětlit co je to prvotní veřejná nabídka, jaká jsou její pozitiva a negativa a detailně popsat celý proces, jenž společnosti musí absolvovat před tím, než mohou veřejně nabídnout své akcie a než jsou přijaty k obchodování na kapitálovém trhu. V rámci celé práce se věnuji vývoji evropské legislativy v oblasti IPO a okrajově se dotýkám i srovnání s úpravou ve Spojených státech amerických. Na závěrečných případových studiích jsou pak jednotlivé kroky během procesu demonstrovány na příkladech z praxe.

## **Klíčová slova**

IPO, akcie, kapitálový trh, prospekt, underwriter, roadshow, kotace,

## **Abstract**

This diploma thesis deals with initial public offering (IPO) of shares from both legal and economic perspective. The thesis is divided into three basic parts. The goal of the first part is to explain the process of IPO, its development and each institution related to the topic. Followed by part which is dedicated to legal framework in the European Union and each phase of the process is described from the viewpoint of Czech law. Second part aims to clarify basic economic advantages as well as disadvantages of initial public offering concerning the company and propose possible alternatives. Final part seeks to provide a case study of the process on the Czech and the American capital market. The purpose of my thesis was to explain what an initial public offering is, what are its upsides and downsides and describe in detail the whole process which companies have to undergo before they can publicly offer their shares and before they are admitted to the capital market. Throughout the thesis I examine the development of European law regarding IPO and I marginally try to compare it to American law. In the final case studies, concrete steps during the entire process are demonstrated on the examples of practice.

## **Keywords**

IPO, shares, capital market, prospectus, underwriter, roadshow, listing



